



TECHNICKÁ UNIVERZITA V LIBERCI
Ekonomická fakulta



ZDROJE FINANCOVÁNÍ PODNIKU: POTENCIÁL A TRENDY

Disertační práce

Studijní program: P6208 – Ekonomika a management
Studijní obor: 6208V119 – Organizace a řízení podniků
Autor práce: **Ing. Lenka Strýčková**
Vedoucí práce: doc. Dr. Ing. Olga Hasprová





THE SOURCES OF CORPORATE FINANCING: POTENTIAL AND TRENDS

Dissertation

Study programme: P6208 – Economics and Management
Study branch: 6208V119 – Organisation and Business Management
Author: **Ing. Lenka Strýčková**
Supervisor: doc. Dr. Ing. Olga Hasprová



Prohlášení

Byla jsem seznámena s tím, že na mou disertační práci se plně vztahuje zákon č. 121/2000 Sb., o právu autorském, zejména § 60 – školní dílo.

Beru na vědomí, že Technická univerzita v Liberci (TUL) nezasahuje do mých autorských práv užitím mé disertační práce pro vnitřní potřebu TUL.

Užiji-li disertační práci nebo poskytnu-li licenci k jejímu využití, jsem si vědoma povinnosti informovat o této skutečnosti TUL; v tomto případě má TUL právo ode mne požadovat úhradu nákladů, které vynaložila na vytvoření díla, až do jejich skutečné výše.

Disertační práci jsem vypracovala samostatně s použitím uvedené literatury a na základě konzultací s vedoucím mé disertační práce a konzultantem.

Současně čestně prohlašuji, že tištěná verze práce se shoduje s elektronickou verzí, vloženou do IS STAG.

Datum:

Podpis:

Anotace

Doktorská disertační práce se zabývá problematikou kapitálové struktury a zdrojů financování podniků v České republice. Cíle práce jsou definovány v první kapitole. Hlavní cíl práce spočívá ve stanovení obecného návrhu odvětvových standardů zadluženosti podniků v České republice. Návrh je založen na komplexním zhodnocení a kvantifikaci zdrojů financování využívaných podnikatelskými subjekty v České republice, identifikaci determinant kapitálové struktury, analýze trendů a odhalení potenciálu vybraných zdrojů financování. Důležitost kapitálové struktury spočívá v její úzké vazbě na rentabilitu podniku, finanční riziko podnikání a finanční volnost podniku. Druhá kapitola práce se věnuje teoretickým přístupům ke kapitálové struktuře. V rámci následující kapitoly jsou definovány základní pojmy související s podnikem a jeho finančním řízením. Podrobně jsou analyzovány zejména determinanty kapitálové struktury. Úkolem následující čtvrté kapitoly je vymezit a charakterizovat jednotlivé zdroje financování z pohledu účetního a finančního. V rámci páté kapitoly jsou představeny výsledky dílčích empirických zkoumání, za pomoci nichž byly navrženy odvětvové standardy celkové zadluženosti podniku, čímž byl naplněn hlavní cíl práce i jednotlivé dílčí cíle. Závěr disertační práce obsahuje shrnutí výzkumných poznatků a testování stanovených tvrzení.

Klíčová slova

Podnik, kapitálová struktura, zdroje financování, vlastní kapitál, cizí zdroje, celková zadluženost, odvětvový standard.

Summary

The dissertation deals with the issue of corporate capital structure and sources of business financing in the Czech Republic. The objectives of the thesis are defined in the first chapter. The main objective of the thesis lies in the general determination of industry standards for corporate indebtedness in the Czech Republic. The proposal is based on the complex assessment and quantification of sources of business financing in the Czech Republic, identification of corporate capital structure determinants, trend analysis, and detection of selected sources potential. The importance of the capital structure lies in its close connection with the company's profitability, business financial risk and financial flexibility. The second chapter is devoted to theoretical approaches to the capital structure. The basic concepts associated with the company and its financial management are defined within the following chapter. The special attention was paid to the analysis of capital structure determinants. The fourth chapter is dedicated to the definition and characterization of the possible sources of business financing from the two points of view: accounting and finance. The fifth chapter presents the results of several partial empirical investigations, by means of which the industry standards for corporate debt ratio were designed, whereby the main goal and the sub-objectives were achieved. The dissertation conclusion contains the summary of research findings and the testing of research statements.

Key words

Company, capital structure, sources of financing, equity, liabilities, debt ratio, industry standard.

Zusammenfassung

Die Dissertation beschäftigt sich mit der Problematik der Kapitalstruktur und den Finanzierungsquellen in der Tschechischen Republik. Die Ziele dieser Dissertation sind in dem ersten Kapitel definiert. Das Hauptziel der Dissertation ist einen Vorschlag von den Industrie-Standarden der Gesamtverschuldung des Unternehmens in der Tschechischen Republik zu entwickeln. Der Vorschlag basiert auf einer umfassenden Bewertung und Quantifizierung der Finanzierungsquellen, die von den Unternehmen in der Tschechischen Republik benutzt werden, der Identifizierung der Determinanten der Kapitalstruktur, der Trendanalyse und der Entdeckung des Potenzials von den ausgewählten Finanzierungsquellen. Die Bedeutung der Kapitalstruktur besteht in ihrem näheren Zusammenhang mit der Rentabilität, dem Finanzrisiko und der finanziellen Freiheit des Unternehmens. In dem zweiten Kapitel sind die theoretischen Ansätze zu der Kapitalstruktur analysiert. In dem nächsten Kapitel sind die Grundbegriffe, die mit dem Unternehmen und seinem Finanzmanagement zusammenhängen, definiert. Eine besondere Aufmerksamkeit ist den Determinanten der Kapitalstruktur gewidmet. In dem vierten Kapitel sind die individuellen Finanzquellen beschrieben und zwar von der Bilanzierungs- und Finanzsicht. In dem fünften Kapitel sind die Resultate der partiellen empirischen Untersuchungen, aufgrund deren Grundlage die Industrie-Standarde der Gesamtverschuldung eines Unternehmens vorgeschlagen wurden präsentiert. Hiermit wurden sowohl das Hauptziel als auch die Teilziele der Dissertation erfüllt. Zum Schluss der Dissertation sind die Forschungsergebnisse und Testen der Hypothesen zusammenfasst.

Schlüsselwörter

Unternehmen, Kapitalstruktur, Finanzierungsquellen, Eigenkapital, Fremdkapital, Gesamtverschuldung, Industrie-Standard.

Obsah

Seznam použitých zkratk a symbolů.....	11
Seznam obrázků.....	13
Seznam tabulek.....	15
Úvod.....	18
1 Cíle a metody práce.....	20
1.1 Cíle práce.....	20
1.2 Postup zpracování práce.....	21
1.3 Použité metody práce.....	23
2 Zdroje podnikového financování – teoretická východiska.....	24
2.1 Financování podniku jako věda.....	24
2.2 Teorie kapitálové struktury podniku.....	25
2.2.1 Teorie optimální kapitálové struktury podniku.....	26
2.2.2 Tradiční (klasická) teorie kapitálové struktury podniku.....	31
2.2.3 Kompromisní teorie kapitálové struktury podniku.....	32
2.2.4 Teorie signalizování.....	34
2.2.5 Teorie hierarchického pořádku.....	35
2.2.6 Teorie ekonomických subjektů.....	36
2.3 Závěry plynoucí z jednotlivých teorií kapitálové struktury.....	36
2.4 Současní autoři zabývající se tématem v českém prostředí.....	38
2.5 Současní zahraniční autoři zabývající se tématem kapitálové struktury a její optimalizace.....	46
2.6 Vlastní zhodnocení teoretických východisek kapitálové struktury.....	50
3 Definice základních pojmů.....	51
3.1 Podnik, podnikání, obchodní závod, podnikatel – právní vymezení.....	51
3.2 Právní formy podnikání v České republice.....	52
3.3 Zisk podniku.....	55
3.4 Hodnota podniku a její měření.....	57
3.5 Finanční řízení (management) podniku.....	58
3.6 Základní principy finančního řízení podniku.....	59
3.6.1 Optimalizace kapitálové struktury.....	59

3.6.2	Náklady kapitálu jako východisko optimální kapitálové struktury	61
3.6.3	Bilanční pravidla a jejich úloha ve finančním řízení podniku	70
3.6.4	Bod indiference kapitálové struktury podniku jako rozhodovací kritérium 71	
3.6.5	Souhrnná pravidla pro výběr cizího kapitálu	74
3.6.6	Financování podniku v závislosti na životním cyklu.....	75
3.7	Metody hodnocení investic	78
3.7.1	Metoda doby návratnosti	79
3.7.2	Metoda návratnosti investic	79
3.7.3	Metoda čisté současné hodnoty	80
3.7.4	Metoda vnitřního výnosového procenta	80
3.7.5	Index ziskovosti	81
3.7.6	Ekonomická přidaná hodnota	82
3.8	Determinanty kapitálové struktury podniku	82
3.8.1	Náklady kapitálu	83
3.8.2	Daňové faktory	84
3.8.3	Nedluhový daňový štít	85
3.8.4	Vliv odvětví	85
3.8.5	Velikost podniku	85
3.8.6	Ziskovost podniku.....	86
3.8.7	Volatilita zisku	86
3.8.8	Likvidita.....	87
3.8.9	Majetková struktura podniku	87
3.8.10	Růstové příležitosti	88
3.8.11	Podmínky na finančním a kapitálovém trhu	89
3.8.12	Makroekonomické podmínky	90
4	Zdroje financování podniku z pohledu účetního a finančního	91
4.1	Účetní pohled na majetek a kapitál.....	91
4.1.1	Majetek a majetková struktura podniku.....	92
4.1.2	Kapitál a kapitálová struktura podniku	93
4.2	Finanční pohled: zdroje financování podniku	96
4.2.1	Vlastní zdroje financování	98
4.2.2	Cizí zdroje financování	105
4.2.3	Další zdroje financování	111

5	Výsledky výzkumu	115
5.1	Analýza vnějšího prostředí podniku	115
5.2	Zhodnocení potenciálu kapitálového trhu pro financování českých podniků	124
5.2.1	Finanční systém a jeho typy.....	125
5.2.2	Význam kapitálového trhu pro ekonomiku.....	125
5.2.3	Specifika českého kapitálového trhu	127
5.2.4	Vývoj českého kapitálového trhu.....	127
5.2.5	Stav IPO v ČR.....	128
5.2.6	Likvidita českého kapitálového trhu.....	133
5.2.7	Perspektiva kapitálových trhů v České republice	134
5.2.8	Kapitálový trh jako varianta podnikového financování.....	135
5.2.9	Komparativní analýza kapitálové struktury firem kótovaných na BCPP vs. firmy nekótované.....	136
5.2.9.1	Potenciál kapitálového trhu pro financování firem – závěry	139
5.3	Empirický výzkum zadluženosti firem v ČR	140
5.3.1	Použitá metodika a cíl výzkumu	141
5.3.2	Výsledky studie zadluženosti.....	143
5.3.3	Analýza zadluženosti - závěry	150
5.4	Vyhodnocení trendů ve vývoji kapitálové struktury dle odvětví	150
5.4.1	Použitá metodika.....	150
5.4.2	Vývoj kapitálové struktury v čase dle odvětví.....	151
5.4.2.1	Analýza kapitálové struktury firem z odvětví Zemědělství, lesnictví a rybářství	152
5.4.2.2	Analýza kapitálové struktury firem z odvětví Těžba a dobývání	153
5.4.2.3	Analýza kapitálové struktury firem z odvětví Zpracovatelský průmysl..	153
5.4.2.4	Analýza kapitálové struktury firem z odvětví Výroba a rozvod elektřiny, plynu, tepla a klimatizovaného vzduchu	154
5.4.2.5	Analýza kapitálové struktury firem z odvětví Zásobování vodou, činnosti související s odpadními vodami, odpady a sanacemi	155
5.4.2.6	Analýza kapitálové struktury firem z odvětví Stavebnictví.....	156
5.4.2.7	Analýza kapitálové struktury firem z odvětví Velkoobchod a maloobchod, opravy a údržba motorových vozidel	157
5.4.2.8	Analýza kapitálové struktury firem z odvětví Doprava a skladování.....	157
5.4.2.9	Analýza kapitálové struktury firem z odvětví Ubytování, stravování a pohostinství.....	158

5.4.2.10	Analýza kapitálové struktury firem z odvětví Informační a komunikační činnosti	159
5.4.2.11	Analýza kapitálové struktury firem z odvětví Peněžnictví a pojišťovnictví	160
5.4.2.12	Analýza kapitálové struktury firem z odvětví Činnosti v oblasti nemovitostí	160
5.4.2.13	Analýza kapitálové struktury firem z odvětví Profesní, vědecké a technické činnosti	161
5.4.2.14	Analýza kapitálové struktury firem z odvětví Administrativní a podpůrné činnosti	162
5.4.3	Shrnutí trendů ve vývoji kapitálové struktury obchodních společností...	163
5.5	Dotazníkové šetření zaměřené na determinanty kapitálové struktury a investiční rozhodování podniků	164
5.5.1	Použitá metodika.....	164
5.5.2	Vyhodnocení dotazníkového šetření – skladba respondentů	167
5.5.3	Souhrn výsledků dotazování týkající se investičního rozhodování firem	169
5.5.4	Vnější determinanty kapitálové struktury z pohledu podniků	174
5.5.4.1	Analýza odpovědí jako ordinálních proměnných	174
5.5.4.2	Analýza odpovědí jako kardinálních proměnných	176
5.5.4.3	Faktorová analýza hodnocení vlivu vnějších determinant.....	178
5.5.4.4	Analýza ANOVA vlivu právní formy, velikosti podniku a oboru podnikání na důležitost vnějších determinant	180
5.5.5	Vnitřní determinanty kapitálové struktury z pohledu podniků	182
5.5.5.1	Analýza odpovědí jako ordinálních proměnných	183
5.5.5.2	Analýza odpovědí jako kardinálních proměnných	184
5.5.5.3	Faktorová analýza hodnocení vlivu vnitřních determinant.....	186
5.5.5.4	Analýza ANOVA vlivu právní formy, velikosti podniku a oboru podnikání na důležitost vnitřních determinant	188
5.5.6	Shrnutí dotazníkového šetření	196
5.6	Stanovení odvětvových standardů celkové zadluženosti	200
5.6.1	Využití odvětvových standardů při optimalizaci podnikové kapitálové struktury	200
5.6.2	Návrh doporučených odvětvových standardů zadluženosti pro podniky v České republice	201
Závěr.....	204	
Seznam použité literatury	215	
Seznam příloh	228	

Seznam použitých zkratek a symbolů

2T REPO	dvoutýdenní repo sazba
ANOVA	analýza rozptylu (<i>Analysis of Variance</i>)
APM	arbitrážní model oceňování (<i>Arbitrage Pricing Model</i>)
β	míra tržního rizika
BCPP	Burza cenných papírů Praha, a.s.
CAPM	model oceňování kapitálových aktiv (<i>Capital Asset Pricing Model</i>)
CZ-NACE	klasifikace ekonomických činností (NACE je akronym z názvu <i>Nomenclature générale des Activités économiques dans les Communautés Européennes</i>)
ČEB	Česká exportní banka
ČEKIA	Česká kapitálová informační agentura
ČR	Česká republika
ČSOB	Československá obchodní banka
D	cizí kapitál (<i>Debt</i>)
D/E	zadluženost vlastního kapitálu (<i>Debt to Equity Ratio</i>)
DCF	metoda diskontovaných cash flows (<i>Discounted Cash Flows</i>)
E	vlastní kapitál (<i>Equity</i>)
EAT	hospodářský výsledek za účetní období (<i>Earnings after Taxes</i>)
EBIT	zisk před zdaněním a úroky (<i>Earnings before Interest and Taxes</i>)
EBITDA	zisk před zdaněním, úroky a odpisy (<i>Earnings before Interest, Taxes, Depreciations and Amortization charges</i>)
EBT	zisk před zdaněním (<i>Earnings before Taxes</i>)
EGAP	Exportní a garanční pojišťovna
EMU	Evropská hospodářská a měnová unie
EPS	zisk na akcii (<i>Earnings per Share</i>)
EVA	ekonomická přidaná hodnota (<i>Economic Value Added</i>)
EVCA	European Private Equity and Venture Capital Association
G7	sdružení sedmi nejvyspělejších států světa
HDP	hrubý domácí produkt
HV	hladina významnosti (ve statistice)

INFA	benchmarkingový systém (<i>IN Financial Analysis</i>)
IPB	Investiční a poštovní banka
IPO	primární emise akcií (<i>Initial Public Offering</i>)
IRR	vnitřní míra výnosu (<i>Internal Rate of Return</i>)
MM	Miller a Modigliani
MVA	tržní přidaná hodnota (<i>Market Value Added</i>)
NOPAT	čistý provozní zisk po zdanění (<i>Net Operating Profit after Taxes</i>)
NOZ	nový občanský zákoník, neboli Zákon č. 89/2012 Sb., občanský zákoník
NPV	čistá současná hodnota (<i>Net Present Value</i>)
NYSE	New York Stock Exchange
OECD	Organizace pro hospodářskou spolupráci a rozvoj (<i>Organisation for Economic Co-operation and Development</i>)
PMR	povinné minimální rezervy
ROE	rentabilita vlastního kapitálu (<i>Return on Equity</i>)
ROI	výnosnost investice (<i>Return on Investment</i>)
SEO	sezónní emise akcií (<i>Seasoned Equity Offering</i>)
SPO	sekundární emise akcií (<i>Secondary Public Offering</i>)
SPV	projektová společnost (<i>Special Purpose Vehicle</i>)
WACC	průměrné vážené náklady na kapitál (<i>Weighted Average Cost of Capital</i>)
WMCC	vážené marginální náklady na kapitál (<i>Weighted Marginal Cost of Capital</i>)
WSE	Warsaw Stock Exchange
ZOK	zákon o obchodních korporacích, neboli Zákon č. 90/2012 Sb., o obchodních společnostech a družstvech

Seznam obrázků

Obrázek 1.1: Postup zpracování disertační práce	22
Obrázek 2.1: Vývoj nákladů kapitálu dle MM II v prostředí bez daní.....	27
Obrázek 2.2: Vývoj nákladů kapitálu dle MM II v prostředí s daněmi.....	28
Obrázek 2.3: Vývoj nákladů kapitálu dle MM III	29
Obrázek 2.4: Srovnání závěrů vývoje nákladů na kapitál dle modelů MM I, II a III	30
Obrázek 2.5: Srovnání pohledu teorie optimální kapitálové struktury (MM) a tradiční teorie	32
Obrázek 2.6: Statická kompromisní teorie kapitálové struktury	34
Obrázek 2.7: Pyramidální rozklad ukazatele EBID/aktiva manželů Neumaierových	39
Obrázek 3.1: Základní členění právnických osob	55
Obrázek 3.2: Přehled nejčastěji používaných kategorií zisku	57
Obrázek 3.3: Klíčové otázky a oblasti finančního řízení.....	58
Obrázek 3.4: Optimální kapitálová struktura	69
Obrázek 3.5: Časová sladěnost zdrojů majetku.....	70
Obrázek 3.6: Bod indiference kapitálové struktury (dle Kislingerové).....	72
Obrázek 3.7: Bod indiference kapitálové struktury (dle Valacha)	73
Obrázek 3.8: Životní cyklus podniku	75
Obrázek 3.9: Financování v průběhu životního cyklu podniku	78
Obrázek 4.1: Kapitálová struktura podniku.....	96
Obrázek 5.1: Vývoj nebankovních podnikatelských úvěrů od roku 2001 do roku 2013 (v mld. Kč).....	123
Obrázek 5.2: Počet akciových titulů obchodovaných na Burze cenných papírů Praha v období 1993 až 2013	128
Obrázek 5.3: Počet nových emisí akcií emitovaných prostřednictvím IPO na jednotlivých trzích	130
Obrázek 5.4: Podíl objemu obchodování a tržní kapitalizace na burzách: BCPP, NYSE Euronext, London SE	133
Obrázek 5.5: Kapitálová struktura společností kótovaných na BCPP (průměry za jednotlivé položky, v %).....	137
Obrázek 5.6: Kapitálová struktura společností kótovaných na BCPP (průměry: vlastní kapitál a cizí kapitál, v %)	137
Obrázek 5.7: Kapitálová struktura společností nekótovaných na BCPP (průměry za jednotlivé položky, v %).....	138

Obrázek 5.8: Kapitálová struktura společností nekótovaných na BCPP (průměry: vlastní kapitál a cizí kapitál, v %)	138
Obrázek 5.9: Skladba odpovědí na otázku: „Sleduje Vaše společnost poměr vlastních a cizích zdrojů kapitálu?“	170
Obrázek 5.10: Skladba odpovědí na otázku: „Pokud ANO (a ANO přibližně), odhadněte prosím podíl VLASTNÍCH zdrojů (v %)“	170
Obrázek 5.11: Skladba odpovědí na otázku: „Jaký předpokládáte vývoj ve složení kapitálové struktury Vašeho podniku?“	171
Obrázek 5.12: Vyhodnocení odpovědí na otázku: „Jaké metody vyhodnocování investičních projektů Vaše firma využívá?“ jako ordinálních proměnných	172
Obrázek 5.13: Vyhodnocení odpovědí na otázku: „Jaké metody vyhodnocování investičních projektů Vaše firma využívá?“ jako kardinálních proměnných	173
Obrázek 5.14: Struktura odpovědí na otázku: „Ohodnoťte důležitost uvedených vnějších faktorů při rozhodování o výši cizích zdrojů“ před agregací odpovědí	175
Obrázek 5.15: Struktura odpovědí na otázku: „Ohodnoťte důležitost uvedených vnějších faktorů při rozhodování o výši cizích zdrojů“ po agregaci odpovědí	175
Obrázek 5.16: Důležitost vnějších determinant: grafické vyhodnocení odpovědí jako kardinálních proměnných	177
Obrázek 5.17: Vliv velikosti podniku na důležitost faktoru A5: vliv konkurenčních podniků	181
Obrázek 5.18: Struktura odpovědí na otázku: „Ohodnoťte důležitost uvedených vnitřních faktorů při rozhodování o výši cizích zdrojů“ před agregací odpovědí	183
Obrázek 5.19: Struktura odpovědí na otázku: „Ohodnoťte důležitost uvedených vnitřních faktorů při rozhodování o výši cizích zdrojů“ po agregaci odpovědí	184
Obrázek 5.20: Důležitost vnitřních determinant: grafické vyhodnocení odpovědí jako kardinálních proměnných	185
Obrázek 5.21: Vliv právní formy podniku na důležitost faktoru B6: míra rizika	190
Obrázek 5.22: Vliv velikosti podniku na důležitost faktoru B5: strategie firmy	191
Obrázek 5.23: Vliv velikosti podniku na důležitost faktoru B6: míra rizika	192
Obrázek 5.24: Vliv velikosti podniku na důležitost faktoru B8: stávající zadluženost podniku	193
Obrázek 5.25: Vliv velikosti podniku na důležitost faktoru B11: využití cizích zdrojů je náhodné, dle aktuálních potřeb firmy	194
Obrázek 5.26: Vliv oboru podnikání podniku na důležitost faktoru B2: daňový štít	196

Seznam tabulek

Tabulka 4.1: Členění zdrojů financování	98
Tabulka 5.1: Vývoj hrubého domácího produktu ČR v letech 2000 až 2013	116
Tabulka 5.2: Vývoj kurzu CZK/EUR v letech 2000 až 2013 (průměr denních nominálních kurzů koruny vůči euru za rok).....	117
Tabulka 5.3: Vývoj míry inflace v ČR v letech 2000 až 2013	118
Tabulka 5.4: Vývoj obecné míry nezaměstnanosti v ČR v letech 2000 až 2013	119
Tabulka 5.5: Zahraniční obchod České republiky v letech 2000 až 2013.....	120
Tabulka 5.6: Vývoj úrokových sazeb ČNB od roku 2001 (v %)	121
Tabulka 5.7: Výnos desetiletého státního dluhopisu od roku 2000 do roku 2013	122
Tabulka 5.8: Vývoj objemu leasingových obchodů od roku 2000 do roku 2013 (v mld. Kč)	123
Tabulka 5.9: Vývoj sazby daně z příjmů právnických osob v letech 2000 až 2013	124
Tabulka 5.10: Porovnání kritérií trhu START a Prime Marketu BCPP.....	132
Tabulka 5.11: Podíl vybraných složek kapitálu na celkových pasivech (v %)	135
Tabulka 5.12: Analýza zadluženosti firem z odvětví Zemědělství, lesnictví, rybářství....	143
Tabulka 5.13: Analýza zadluženosti firem z odvětví Těžba a dobývání.....	144
Tabulka 5.14: Analýza zadluženosti firem z odvětví Zpracovatelský průmysl	144
Tabulka 5.15: Analýza zadluženosti firem z odvětví Výroba a rozvod elektřiny, plynu, tepla a klimatizovaného vzduchu	144
Tabulka 5.16: Analýza zadluženosti firem z odvětví Zásobování vodou; činnosti související s odpadními vodami, odpady a sanacemi	145
Tabulka 5.17: Analýza zadluženosti firem z odvětví Stavebnictví	145
Tabulka 5.18: Analýza zadluženosti firem z odvětví Velkoobchod a maloobchod; opravy a údržba motorových vozidel	145
Tabulka 5.19: Analýza zadluženosti firem z odvětví Doprava a skladování	146
Tabulka 5.20: Analýza zadluženosti firem z odvětví Ubytování, stravování a pohostinství	146
Tabulka 5.21: Analýza zadluženosti firem z odvětví Informační a kom. činnosti.....	146
Tabulka 5.22: Analýza zadluženosti firem z odvětví Peněžnictví a pojišťovnictví	147
Tabulka 5.23: Analýza zadluženosti firem z odvětví Činnosti v oblasti nemovitostí	147
Tabulka 5.24: Analýza zadluženosti firem z odvětví Profesní, vědecké a technické činnosti	147
Tabulka 5.25: Analýza zadluženosti firem z odvětví Administrativní činnosti	148

Tabulka 5.26: Poměr jednotlivých zdrojů financování – průměr za odvětví Zemědělství, lesnictví a rybářství (v %)	152
Tabulka 5.27: Poměr jednotlivých zdrojů financování – průměr za odvětví Těžba a dobývání (v %)	153
Tabulka 5.28: Poměr jednotlivých zdrojů financování – průměr za odvětví Zpracovatelský průmysl (v %)	154
Tabulka 5.29: Poměr jednotlivých zdrojů financování – průměr za odvětví Výroba a rozvod elektřiny, plynu, tepla a klimatizovaného vzduchu (v %)	155
Tabulka 5.30: Poměr jednotlivých zdrojů financování – průměr za odvětví Zásobování vodou, činnosti související s odpadními vodami, odpady a sanacemi (v %)	155
Tabulka 5.31: Poměr jednotlivých zdrojů financování – průměr za odvětví Stavebnictví (v %)	156
Tabulka 5.32: Poměr vlastních a cizích zdrojů – průměr za odvětví Velkoobchod a maloobchod, opravy a údržba motorových vozidel (v %)	157
Tabulka 5.33: Poměr jednotlivých zdrojů financování – průměr za odvětví Doprava a skladování (v %)	158
Tabulka 5.34: Poměr jednotlivých zdrojů financování – průměr za odvětví Ubytování, stravování a pohostinství (v %)	158
Tabulka 5.35: Poměr jednotlivých zdrojů financování – průměr za odvětví Informační a komunikační činnosti (v %)	159
Tabulka 5.36: Poměr jednotlivých zdrojů financování – průměr za odvětví Peněžnictví a pojišťovnictví (v %)	160
Tabulka 5.37: Poměr jednotlivých zdrojů financování – průměr za odvětví Činnosti v oblasti nemovitostí (v %)	161
Tabulka 5.38: Poměr jednotlivých zdrojů financování – průměr za odvětví Profesní, vědecké a technické činnosti (v %)	161
Tabulka 5.39: Poměr jednotlivých zdrojů financování – průměr za odvětví Administrativní a podpůrné činnosti (v %)	162
Tabulka 5.40: Skladba respondentů dle právní formy podnikání	167
Tabulka 5.41: Skladba respondentů dle převažujícího předmětu činnosti	168
Tabulka 5.42: Skladba respondentů dle velikosti podniku	169
Tabulka 5.43: Metody vyhodnocování investičních projektů – analýza odpovědí jako kardinálních proměnných	173
Tabulka 5.44: Důležitost vnějších determinant: analýza odpovědí jako kardinálních proměnných	177
Tabulka 5.45: Důležitost vnějších determinant: faktorová analýza hodnocení vlivu vnějších determinant	178
Tabulka 5.46: Důležitost vnějších determinant: výsledky faktorové analýzy – identifikace významných faktorů	179

Tabulka 5.47: Důležitost vnějších determinant: výsledky faktorové analýzy – variabilita faktorů.....	179
Tabulka 5.48: Analýza ANOVA vlivu právní formy podniku na důležitost vnějších determinant.....	180
Tabulka 5.49: Analýza ANOVA vlivu velikosti podniku na důležitost vnějších determinant.....	181
Tabulka 5.50: Vliv velikosti podniku na důležitost faktoru A5: vliv konkurenčních podniků.....	181
Tabulka 5.51: Analýza ANOVA vlivu oboru podnikání na důležitost vnějších determinant.....	182
Tabulka 5.52: Důležitost vnitřních determinant: analýza odpovědí jako kardinálních proměnných.....	185
Tabulka 5.53: Důležitost vnějších determinant: faktorová analýza hodnocení vlivu vnějších determinant.....	186
Tabulka 5.54: Důležitost vnitřních determinant: výsledky faktorové analýzy – identifikace významných faktorů.....	187
Tabulka 5.55: Důležitost vnitřních determinant: výsledky faktorové analýzy – variabilita faktorů.....	187
Tabulka 5.56: Analýza ANOVA vlivu právní formy podniku na důležitost vnitřních determinant.....	189
Tabulka 5.57: Vliv právní formy podniku na důležitost faktoru B6: míra rizika.....	189
Tabulka 5.58: Analýza ANOVA vlivu velikosti podniku na důležitost vnitřních determinant.....	190
Tabulka 5.59: Vliv velikosti podniku na důležitost faktoru B5: strategie firmy.....	191
Tabulka 5.60: Vliv velikosti podniku na důležitost faktoru B6: míra rizika.....	192
Tabulka 5.61: Vliv velikosti podniku na důležitost faktoru B8: stávající zadluženost podniku.....	192
Tabulka 5.62: Vliv velikosti podniku na důležitost faktoru B11: využití cizích zdrojů je náhodné, dle aktuálních potřeb firmy.....	193
Tabulka 5.63: Analýza ANOVA vlivu obor podnikání na důležitost vnitřních determinant.....	195
Tabulka 5.64: Vliv oboru podnikání podniku na důležitost faktoru B2: daňový štít.....	195
Tabulka 5.65: Návrh odvětvových standardů celkové zadluženosti pro podniky v ČR....	202

Úvod

Doktorská disertační práce s tématem **Zdroje financování podniku¹: potenciál a trendy** se zabývá problematikou zdrojů financování podniku v závislosti na vybraných determinantách a s tím souvisejícími otázkami týkajícími se kapitálové struktury podniku.

Kapitálová struktura jako výsledek rozhodování podniku o poměru vlastních a cizích zdrojů patří ke klíčovým otázkám finančního řízení podniku. Důležitost kapitálové struktury spočívá v její úzké vazbě na rentabilitu podniku, finanční riziko podnikání a finanční volnost podniku. Rozhodující část vlastního kapitálu je obvykle tvořena vyprodukovaným a reinvestovaným ziskem podniku, který přispívá k růstu podniku bez nutnosti upisování dalšího kapitálu či zadlužování. Cizí zdroje jsou pak obvykle využívány tehdy, když vlastní zdroje financování nedostačují. V souvislosti s dluhovým financováním pomocí cizích zdrojů však do hry vstupuje i efekt úrokového daňového štítu, jenž může přispět k růstu rentability vlastního kapitálu podniku. Jaký je optimální poměr vlastních a cizích zdrojů, neboli optimální kapitálová struktura, patří k otázkám, na něž se různé teorie kapitálové struktury snaží nalézt jednoznačnou odpověď již od 50. let minulého století. Problematiku míry zadlužení nelze zjednodušit na stanovení konkrétního poměru vlastních a cizích zdrojů, je třeba vzít v úvahu i další faktory.

Podnik je ve svém rozhodování při výběru zdrojů financování ovlivněn *faktory*, které jsou dány zevnitř podniku a zároveň vnějším prostředím. Mezi *vnitřní faktory* patří například strategie, cíle a zaměření společnosti, vlastnická struktura, přístup k riziku, obor podnikání a postavení podniku na daném trhu, unikátnost nabízené produkce a potenciál růstu, stáří podniku, výsledky hospodaření podniku apod. Rozhodování podniku je dále determinováno *vnějším* prostředím. To je tvořeno stupněm ekonomického rozvoje země, politickým prostředím, vyspělostí kapitálového trhu, monetární politikou státu, úrovní úrokových a daňových sazeb, přístupem státu k podpoře podnikání, platnou legislativou, úrovní konkurence v daném odvětví, mírou informační asymetrie a dalšími faktory.

¹ Nový občanský zákoník (zákon č. 89/2012 Sb., občanský zákoník) zavádí namísto dosavadního pojmu podnik nový pojem obchodní závod. Tato disertační práce pojem podnik i nadále používá, přičemž pojem podnik chápe jako obecné označení pro plánovaně organizovanou hospodářskou jednotku, ve které jsou výrobní faktory kombinovány tak, aby bylo vyrobeno a prodáno zboží a služby. Jako synonyma pojmu podnik jsou používána tato další označení: firma, závod a společnost.

Pozornost věnovaná teorii i praxi volby vhodných zdrojů financování a kapitálové struktury byla v podmínkách České republiky dlouhodobě na velmi nízké úrovni, teprve v posledních letech (cca od roku 1999) se začínají objevovat práce a analýzy, které se této problematice věnují hlouběji, jak po stránce teoretické, tak empirické. Současná česká odborná literatura využívá poznatků zvláště teorie optimální kapitálové struktury a své závěry staví především na závěrech ekonomů z anglosaského prostředí. Proto je zde možno nalézt dostatečný prostor pro vědeckou práci založenou na ověření platnosti těchto teorií i v českém prostředí, které se odlišuje po stránce právní, sociální i ekonomické.

Téma disertační práce bylo zvoleno s ohledem na aktuálnost problematiky a potenciál v oblasti empirického ověřování teoretických závěrů, tak i na aktuálnost potřeb samotných podniků v rámci jejich investičního rozhodování.

Teoretická část práce předkládá úvod do problematiky podniku a podnikového finančního řízení. Dále jsou definovány a charakterizovány možné zdroje financování podniků z hlediska finančního a účetního s uvedením výhod či nevýhod konkrétního zdroje. Je provedeno shrnutí základních teorií kapitálové struktury. Následuje literární rešerše závěrů ze současné české i zahraniční literatury věnující se danému tématu. Součástí teoretické části je i vymezení možných determinant kapitálové struktury podniku.

Praktická část disertační práce předkládá výsledky vlastních výzkumů v oblasti zdrojů financování a kapitálové struktury podniků. Jedná se o několik dílčích výzkumů zpracovaných v průběhu let 2012 až 2013 v rámci dvou projektů Studentské grantové soutěže. Na úvod praktické části práce je zpracována analýza vnějšího prostředí podniku jako východisko pro finanční rozhodování podniků a zhodnocení potenciálu kapitálového trhu pro financování podniků v České republice. Další část práce je založená na analýze ekonomických dat firem z ČR získaných pomocí databáze ekonomických subjektů Albertina a zahrnuje empirický výzkum zadluženosti firem a vyhodnocení trendů ve vývoji kapitálové struktury firem dle odvětví. Součástí praktické části jsou i výsledky dotazníkového šetření zaměřeného na faktory ovlivňující volbu konkrétních zdrojů financování z pohledu oslovených firem a na další oblasti investičního rozhodování podniků. Na základě výsledků praktických zkoumání je vytvořen návrh odvětvových standardů celkové zadluženosti podniku.

1 Cíle a metody práce

Tato disertační práce navazuje na dosud prováděné výzkumy v oblasti kapitálové struktury a zdrojů financování podniku. Problematika optimalizace kapitálové struktury a zadluženosti podniku představuje věčné téma vybízející k diskusi a dalším zkoumáním. Jedná o poměrně zásadní oblast finančního řízení podniku, neboť způsob financování podnikových aktivit může velmi významným způsobem ovlivnit prosperitu podniku a hlavní finanční cíl podnikání představovaný maximalizací tržní hodnoty firmy.

1.1 Cíle práce

Hlavním cílem disertační práce je **obecný návrh odvětvových standardů zadluženosti podniků v České republice. Návrh vychází:**

- **z komplexního zhodnocení a kvantifikace zdrojů financování využívaných podnikatelskými subjekty v České republice,**
- **z identifikace determinant kapitálové struktury,**
- **z analýzy trendů a**
- **z odhalení potenciálu vybraných zdrojů.**

Pro dosažení hlavního cíle byly stanoveny následující *dílčí cíle*:

1. Definovat stávající teorie kapitálové struktury a různé přístupy k její optimalizaci.
2. Specifikovat základní principy finančního řízení podniku.
3. Vymezit a rozčlenit zdroje financování podniku podle různých kritérií, charakterizovat vlastní a cizí zdroje financování podniku a zhodnotit jejich význam pro hospodaření podniku. Definovat další zdroje financování podniku.
4. Charakterizovat vnitřní a vnější faktory ovlivňující výběr zdrojů financování. Zhodnotit potenciál kapitálového trhu pro financování firem v ČR.
5. Analyzovat trendy při volbě konkrétní kapitálové struktury podniků na základě empirického výzkumu.
6. Zjistit skutečný stav a potenciál využívání jednotlivých zdrojů financování v konkrétních podnicích pomocí dotazníkového šetření.

7. Stanovit obecná doporučení celkové zadluženosti podnikatelských subjektů v ČR pro jednotlivá odvětví.

Stanoveného cíle disertační práce, včetně cílů dílčích, bylo dosaženo pomocí ověření platnosti následujících tvrzení:

- I. Podnikatelské subjekty v České republice využívají při financování svých podnikatelských a investičních aktivit rovnoměrně zdroje vlastní i cizí.*
- II. Kapitálový trh v České republice nepředstavuje rovnocenný zdroj financování podniků s trhem dluhovým.*
- III. Volba konkrétních zdrojů financování je výhradně výsledkem vlastního rozhodnutí podnikatelského subjektu.*
- IV. Obor podnikání ovlivňuje kapitálovou strukturu firem v České republice.*
- V. Podnikatelské subjekty v České republice při volbě zdrojů financování uplatňují především statická kritéria investičního rozhodování.*
- VI. Podnikatelské subjekty v České republice při volbě zdrojů financování respektují závěry teorie hierarchického pořádku.*

1.2 Postup zpracování práce

Po definování hlavního cíle disertační práce bylo třeba přistoupit k přípravě teoretického rámce práce pomocí rešerší, studia bibliografických dokumentů a analýzy odborné literatury, na základě čehož byla zpracována teoretická část práce a formulovány dílčí cíle disertační práce. Zpracování teoretické a empirické části práce vedlo ke splnění jednotlivých stanovených dílčích cílů. Hlavního cíle disertační práce i cílů dílčích by mělo být dosaženo pomocí ověření platnosti stanovených tvrzení, jež je provedeno v závěru práce. Dílčí výsledky zkoumání byly publikovány ve vědeckých časopisech a na odborných konferencích v České republice i v zahraničí.

Postup zpracování disertační práce je znázorněn pomocí diagramu na obrázku 1.1.

FORMULACE VÝZKUMNÉHO PROBLÉMU A CÍLE DISERTAČNÍ PRÁCE:

- vytvoření obecného návrhu odvětvových standardů zadluženosti podniků v České republice, který vychází z komplexního zhodnocení a kvantifikace zdrojů financování využívaných podnikatelskými subjekty v České republice, z identifikace determinant kapitálové struktury, z analýzy trendů a z odhalení potenciálu vybraných zdrojů.



PŘÍPRAVA TEORETICKÉHO RÁMCE PRÁCE:

- rešerše a studium bibliografických dokumentů
- analýza odborné literatury a zpracování teoretické části práce



STANOVENÍ DÍLČÍCH CÍLŮ:

1. Definovat stávající teorie kapitálové struktury a různé přístupy k její optimalizaci.
2. Specifikovat základní principy finančního řízení podniku.
3. Vymezit a rozčlenit zdroje financování podniku podle různých kritérií, charakterizovat vlastní a cizí zdroje financování podniku a zhodnotit jejich význam pro hospodaření podniku. Definovat další zdroje financování podniku.
4. Charakterizovat vnitřní a vnější faktory ovlivňující výběr zdrojů financování. Zhodnotit potenciál kapitálového trhu pro financování firem v ČR.
5. Analyzovat trendy při volbě konkrétní kapitálové struktury podniků na základě empirického výzkumu.
6. Zjistit skutečný stav a potenciál využití jednotlivých zdrojů financování v konkrétních podnicích pomocí dotazníkového šetření.
7. Stanovit obecná doporučení celkové zadluženosti podnikatelských subjektů v ČR pro jednotlivá odvětví.



ZPRACOVÁNÍ TEORETICKÉ A EMPIRICKÉ ČÁSTI PRÁCE:

ad 1: kapitola 2 – Zdroje podnikového financování – teoretická východiska

ad 2: kapitola 3 – Definice základních pojmů

ad 3: kapitola 4 – Zdroje financování podniku z pohledu účetního a finančního

ad 4: kapitola 3.8 – Determinanty kapitálové struktury podniku
kapitola 5.1 – Analýza vnějšího prostředí podniku
5.2 – Zhodnocení potenciálu kapitálového trhu pro financování českých podniků

ad 5: 5.3 – Empirický výzkum zadluženosti firem v ČR
5.4 – Vyhodnocení trendů ve vývoji kapitálové struktury dle odvětví

ad 6: 5.5 - Dotazníkové šetření zaměřené na determinaty kapitálové struktury a investiční rozhodování podniků
ad 7: 5.6 - Stanovení odvětvových standardů celkové zadluženosti



STANOVENÍ ZÁVĚRŮ A DISKUSE VÝSLEDKŮ



PUBLIKOVÁNÍ DÍLČÍCH VÝSLEDKŮ DISERTAČNÍ PRÁCE:

- vědecké časopisy
- odborné konference

Obrázek 1.1: Postup zpracování disertační práce

Zdroj: vlastní zpracování

1.3 Použité metody práce

V rámci zpracování disertační práce bylo provedeno několik dílčích empirických zkoumání, jejichž spojujícím prvkem je zaměření na oblast kapitálové struktury podniku, zadluženost a zdroje financování.

Pro zpracování teoretické části práce byla použita metoda rešerše bibliografických záznamů. Byly využity následující zdroje informací: odborná česká i zahraniční literatura v tištěné podobě a publikované výsledky výzkumů dostupné na internetu a ve vědeckých časopisech. V této fázi práce převažovaly metody deskripce, komparace a analýzy.

Ve výzkumné části práce jsou použity metody analýzy, syntézy, komparace, matematicko-statistické metody, dotazníkové šetření a formulace závěrů. Zdrojem dat o vybraných subjektech byla databáze firem a institucí Creditinfo Albertina GOLD, která obsahuje přehled o všech registrovaných podnikatelských subjektech v ČR, včetně základních ekonomických výsledků firem zveřejňovaných v Obchodním věstníku.

Empirické zkoumání zadluženosti a analýza trendů ve vývoji kapitálové struktury firem dle odvětví byly provedeny v rámci projektu Studentské grantové soutěže 2012 s názvem *Analýza trendů při volbě zdrojů financování obchodních společností v ČR*.

V rámci projektu Studentské grantové soutěže 2013 s názvem *Kapitálová struktura podniků v ČR a její determinanty* zaměřené na otázky týkající se podnikových financí, přístupu firem k vyhodnocování investičních příležitostí a vnímání firem hlavních determinant kapitálové struktury bylo provedeno dotazníkové šetření a jeho vyhodnocení pomocí jednoduchých i pokročilejších statistických metod.

V závěru disertační práce je použita metoda syntetická při shrnutí dílčích závěrů do obecných poznatků.

2 Zdroje podnikového financování – teoretická východiska

Když si před sedmi tisíci let neolitický farmář vypůjčil prostředky na dodatečnou setbu obilí, aby rozšířil své pole, neměl zřejmě ani ponětí, co tím způsobil. Následně pak již 3000 let před n. l. ve starověkém Sumeru začalo docházet k prvním úvěrovým obchodům s obilím a stříbrem, kdy byl již účtován úrok (ve výši až 33,3 % na úvěry na obilí a ve výši cca 20 % na obchody se stříbrem).

Obor financí i podnikového financování v průběhu času prošel rozsáhlým historickým vývojem, během kterého se snížila i výše účtovaných úroků. V průběhu doby, po dobu téměř jednoho tisíce let, pod vlivem křesťanského učení o lichvě bylo účtování úroků považováno za nemorální. Úvěry byly považovány za pomoc bližnímu v tísní, za což nemohl být účtován úrok. Tento koncept byl uplatňován i v obchodní oblasti. Až protestantští reformátoři Luther, Zwingli a Calvin obhajovali úrok z úvěru jako správný, pokud není příliš vysoký.

2.1 Financování podniku jako věda

První vědecké články věnované financování podniku je možné v historii vědy nalézt teprve v první polovině 20. století. Jednalo se především o články zabývající se otázkami investičního rozhodování, možnostmi získávání kapitálu či řešením krizových situací v kontextu velké hospodářské krize z 30. let 20. století. Za skutečný počátek rozvoje financování podniku jako vědní disciplíny je považován přelom 50. a 60. let 20. století, kdy byla publikována řada prací z oblasti optimalizace kapitálové struktury, tvorby portfolia a dividendové politiky.

V současnosti jsou finance podniku považovány za jednu z nejdynamičtější se rozvíjejících vědeckých disciplín. Za rozvoj této vědní disciplíny bylo uděleno již několik ocenění Cenou Švédské národní banky za rozvoj ekonomické vědy na památku Alfreda Nobela, krátce jen Nobelovou cenou. V 80. letech 20. století byla udělena Nobelova cena za ekonomii italskému ekonomovi Francu Modiglianimu za průkopnické práce při analýze spotřeby a úspor obyvatelstva a za teoretické práce v oblasti podnikových financí a

finančních trhů. V 90. letech pak cenu získali Merton Howard Miller, Harry Markowitz a William Sharp za průkopnickou práci v oblasti ekonomie a financí a financí korporací.

Problematicke financování podniku v praxi se věnuje finanční management (finanční řízení podniku), který je možno chápat jako vrcholovou součást podnikového managementu, zastřešující všechny oblasti řízení.

2.2 Teorie kapitálové struktury podniku

Vztahem mezi vlastními a cizími zdroji podniku se již od počátku padesátých let minulého století zabývají různé **teorie kapitálové struktury podniku**, jež se pokoušejí nalézt univerzálně platné závěry a doporučení. “*There is no universal theory of the debt-equity choice, and no reason to expect one.*” (Myers, 2001). Tento výrok S. C. Myerse však naznačuje skutečnost, že bádání v oblasti kapitálové struktury podniku doposud nepřineslo žádnou univerzálně platnou teorii a vzhledem k povaze problému to ani není možné. To však neznamena, že by výzkumy v této oblasti neprobíhaly. Různých teorií kapitálové struktury existuje celá řada, jsou to však teorie podmíněné, které platí pouze při splnění určitých podmínek. Dokonce platí, že tvrzení jedné skupiny teorií kapitálové struktury mohou být v přímém rozporu s tvrzeními jiných teorií.

Zároveň platí, že většina teorií kapitálové struktury vznikala v anglosaském prostředí, a závěry těchto teorií nelze bez výhrad aplikovat v českém prostředí. Česká odborná literatura zabývající se problematikou kapitálové struktury podniku většinou přebírá závěry ze zahraničních publikací a věnuje se především empirickému ověřování platnosti jednotlivých teorií. Všeobecně se teorie kapitálové struktury velkých společností dají rozdělit do dvou skupin, na teorie statické a dynamické.

Statické teorie vycházejí ze závěrů ekonomické teorie, na jejímž základě vytváří své návrhy či modely kapitálové struktury podniku a teprve následně dochází k jejich ověřování. Dle statických teorií (mezi něž patří např. kompromisní teorie) manažeři jednají v zájmu akcionářů. Z klasické teorie kapitálové struktury statické teorie přebírají „U“ křivku průměrných nákladů kapitálu. Za optimální je považována taková struktura kapitálu, kdy daňový štít co nejvíce převyšuje náklady finanční tísně (Valach, 2001, s. 291).

Statické teorie se snaží najít optimální kapitálovou strukturu, zatímco **dynamické teorie** (např. teorie hierarchického pořádku) popírají existenci optimální kapitálové struktury. Na základě empirických výzkumů skutečného chování podniku se spíše snaží o vysvětlení chování a preferencí manažerů při rozhodování o zdrojích investic a na tomto základě pak vytvářejí teoretické modely a závěry. Jsou primárně založeny na předpokladu, že každý podnik průběžně optimalizuje svá finanční rozhodnutí vzhledem k měnícím se specifickým podmínkám.

Mezi základní teorie kapitálové struktury podniku patří **teorie optimální kapitálové struktury** založená na teorii Millera a Modiglianiho o vlivu daní a nákladů finanční tísně, **tradiční (klasická) teorie kapitálové struktury**, **kompromisní teorie kapitálové struktury**, **teorie signalizování**, **teorie hierarchického pořádku**, **teorie ekonomických subjektů**, **teorie čtyř dimenzí kapitálové struktury** podle Brealeyho-Myerse apod.

Jednotlivé teorie se mezi sebou liší ve dvou základních rovinách: odlišným způsobem stanovují faktory, které ovlivňují kapitálovou strukturu, a při posuzování optimální kapitálové struktury vycházejí z různých kritérií.

2.2.1 Teorie optimální kapitálové struktury podniku

Za jednu ze základních teorií kapitálové struktury podniku bývá považována teorie optimální kapitálové struktury podniku. Tato teorie je založena na práci Millera a Modiglianiho (1958) „*The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment*“. Před výše uvedenými autory dospěli k obdobným závěrům již jejich předchůdci J. B. Williams (1938) a Durand (1952) na základě svých pozorování. Durand ve své práci uvádí domněnku, že využívání dluhu při financování podniku vede ke snížení průměrných nákladů na celkový kapitál, avšak jen do určité výše dluhu, po jejím překročení průměrné náklady kapitálu opět rostou. Zavádí tedy pojem „U křivky“.

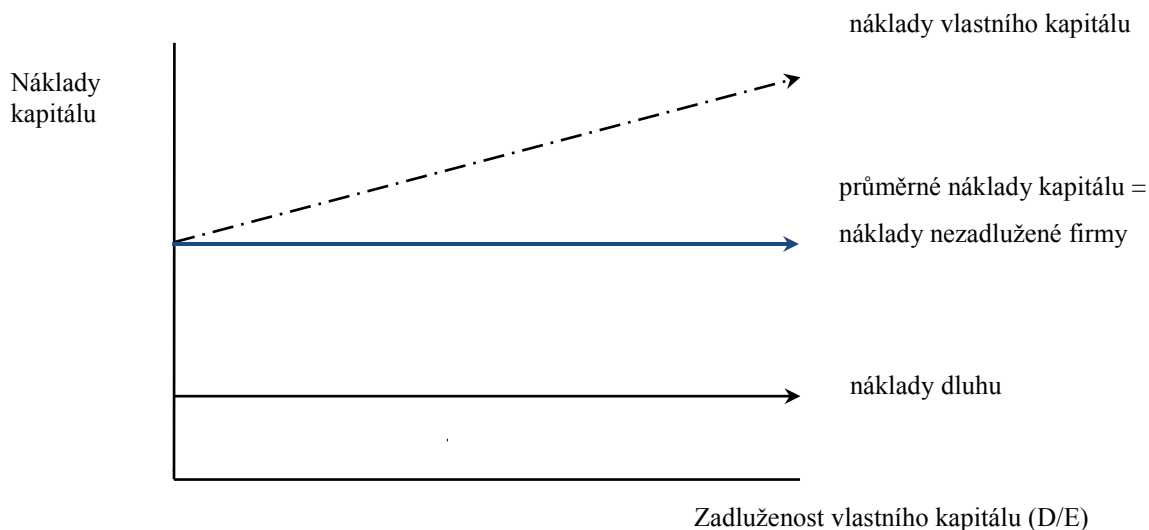
Miller a Modigliani (1958) zavádějí do finanční literatury tvrzení M-M I a II. Předpokladem pro **tvrzení M-M I** je skutečnost, že se jedná o prostředí bez daní, akcie a obligace jsou obchodovány na dokonalých trzích a všechny dluhopisy bez ohledu na emitenta mají v čase konstantní výnosy. V uvedené stati pak vlastní kapitál představují pouze emitované akcie a cizí zdroje pouze emitované dluhopisy. Závěrem tvrzení MM I je skutečnost, že skladba kapitálové struktury podniku nemá vliv na hodnotu podniku. Je

proto jedno, jestli ve firmě převažuje vlastní kapitál nebo zdroje cizí, protože každá volba přináší stejný zisk. S rostoucím zadlužením se celkové náklady na kapitál WACC nemění. WACC jsou na kapitálové struktuře podniku nezávislé, přičemž náklady dluhu se nemění a náklady vlastního kapitálu rostou.

Na to navázali Brealey a Myers (1999, s. 420), kteří tvrdí, že hodnota podniku není určena poměrem mezi vlastním a cizím kapitálem, ale hodnotou reálných aktiv (levou stranou rovnice).

Tvrzení MM I bývá zpochybňováno především kvůli tomu, že v reálném ekonomickém světě je emise podnikových dluhopisů spojena s rizikem, které je zohledněno ve vyšší požadované úrokové sazbě. Následně pak není splněn předpoklad, že všechny dluhopisy mají v čase konstantní výnosy a jsou zanedbány náklady finanční tísně.

Tvrzení MM II vycházející z předpokladu absence daní pak chápe náklady vlastního kapitálu jako pozitivní funkci kapitálové struktury podniku, přičemž průměrné náklady kapitálu a náklady dluhu jsou konstantní. Vývoj nákladů na jednotlivé složky kapitálu v závislosti na zadluženosti vlastního kapitálu (D/E – *Debt to Equity ratio*) dle tvrzení MM II je zachycen na obrázku 2.1.



Obrázek 2.1: Vývoj nákladů kapitálu dle MM II v prostředí bez daní

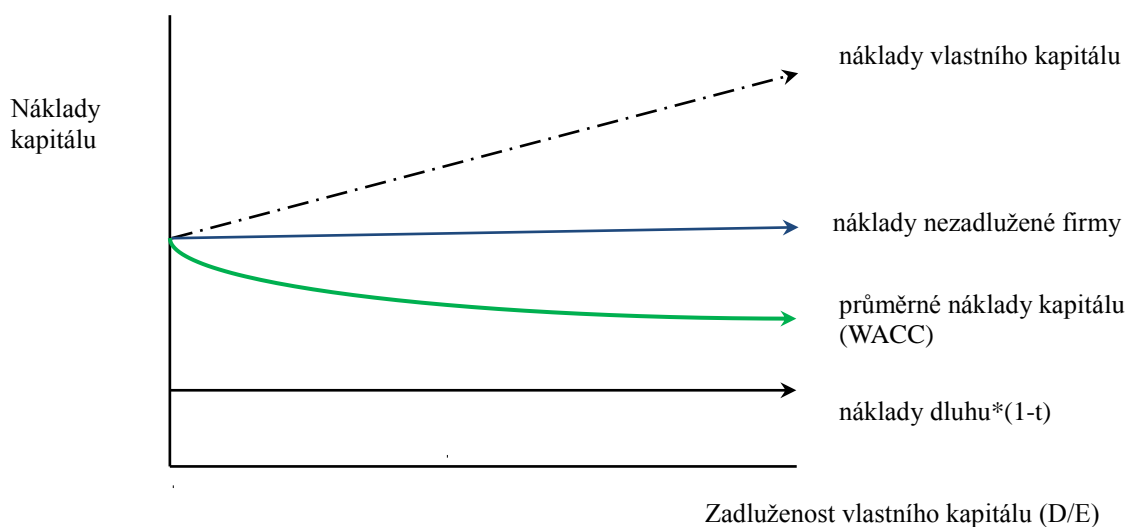
Zdroj: Dluhošová, D. *Finanční rozhodování a řízení podniku*, s. 117

Miller a Modigliani svoji teorii dále rozpracovali ve stati „*Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction*“ (1963), kdy provedli opravu původní práce a do

rozhodování podniků ohledně kapitálové struktury zahrnuli i vliv daní na kapitálovou strukturu.

Tvrzení MM II po zahrnutí důchodových daní pak Miller a Modigliani opravili následovně: Průměrné náklady kapitálu v důsledku úrokového daňového štítu² se stupněm zadlužení klesají a tržní hodnota firmy roste, neboli pro podnik je nejvýhodnější maximální zadluženost (Valach, 2001, s. 286). Úroky z dluhu nepůsobí na podnik zcela v plné výši, ale snížené o vliv daní. Autoři zjistili, že po zahrnutí korporátních daní (v našich podmínkách příjmových daní), je daňová výhoda dluhu větší než původně předpokládali. Hodnota podniku je pak dána součtem hodnoty podniku financovaného výhradně pomocí akcií a daňového štítu.

Modifikovaný model tvrzení MM II na obrázku 2.2 vychází ze stejných předpokladů jako obrázek 2.1, zahrnuje však i daňové efekty a působení úrokového daňového štítu. Za optimální kapitálovou strukturu je považována ta, jež má největší podíl dluhu.



Obrázek 2.2: Vývoj nákladů kapitálu dle MM II v prostředí s daněmi

Zdroj: Dluhošová, D. Finanční rozhodování a řízení podniku, s. 117

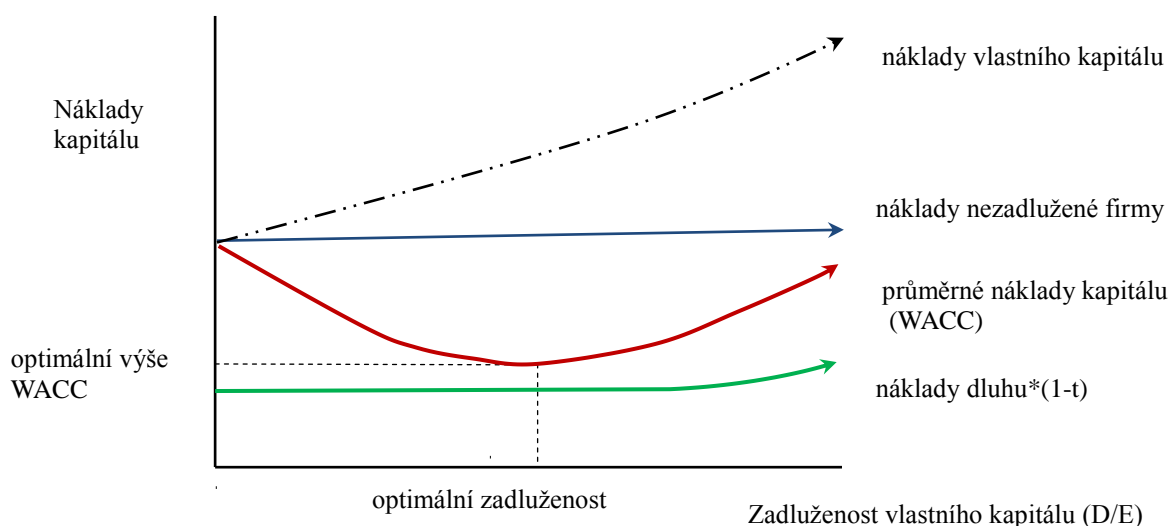
Ve svém bádání však šli Miller a Modigliani ještě dál, protože ani předchozí vysvětlení tvrzení MM II nedokázalo odpovědět na otázku, proč některé podniky ve své činnosti dluh vůbec nevyužívají či využívají minimálně, a přitom dosahují srovnatelných výsledků jako podniky daňového štítu využívající.

² **Daňový štít** představuje úsporu, která vznikne jako důsledek toho, že úrok z úvěru je odpočitatelná položka pro zdanění zisku. Kvantitativně představuje daňový štít úrok z úvěru v nominálním vyjádření vynásobený daňovou sazbou.

V práci „*Debt and taxes*“ (1976) Miller do modelu zahrnuje i vliv osobních daní, které představují zdanění zisku fyzických osob plynoucí z držby cenných papírů (akcií i obligací). Výnosem investora z držby akcií je vyplacená dividendy, výnosem držby obligací je kupónová platba neboli úrok. Výsledkem jeho zkoumání je doporučení, že podnik by měl volit takovou kapitálovou strukturu, která bude maximalizovat celkový důchod po zdanění, resp. bude minimalizovat současnou hodnotu všech daní placených ze zisku společnosti, a to jak korporátních daní, tak daní osobních. Zkoumání bere v potaz i variantu, že existují různé sazby osobních daní pro různé investory.

Až v dalších fázích zkoumání byly uvažovány i náklady finanční tísně, které rostou s rostoucím zadlužením podniku. Tento model bývá nazýván jako empirický model, někdy model statický. V moderní literatuře se začalo používat označení model M III, i když nebyl autory v této podobě prezentován.

Jakmile si podnik začne půjčovat více, než je určitá bezpečná hranice, pak budou věřitelé s růstem rizika požadovat vyšší úrokové sazby z dluhopisů, což vede ke zvyšování očekávaného výnosu z dluhu podniku, protože riziko nesplacení závazků podniku roste. Zároveň dochází ke snižování tempa růstu očekávaného výnosu z vlastního kapitálu – akcií. V konečném důsledku rostou i průměrné celkové náklady na kapitál.



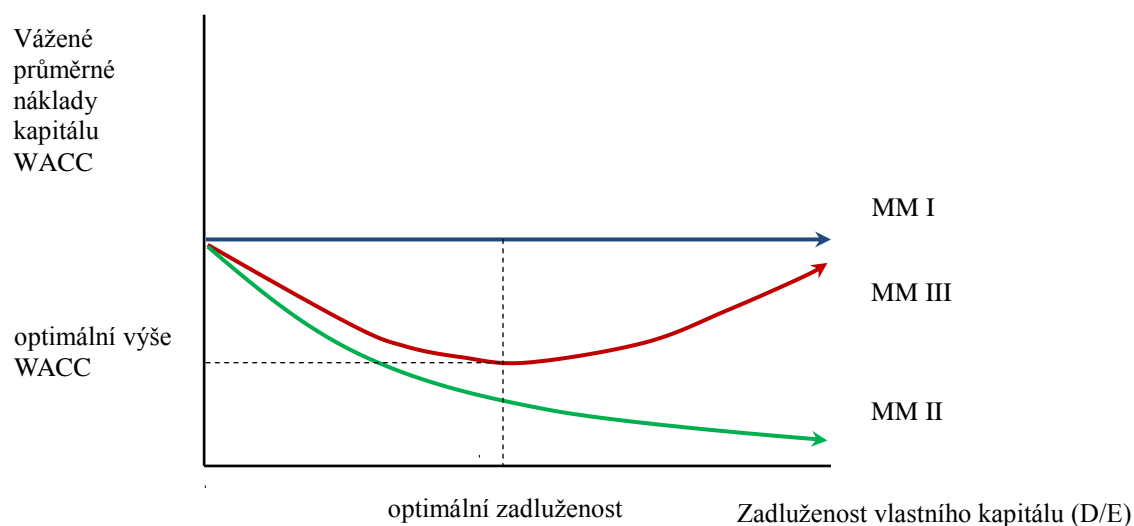
Obrázek 2.3: Vývoj nákladů kapitálu dle MM III

Zdroj: Dluhošová, D. Finanční rozhodování a řízení podniku, s. 119

Obrázek 2.3 zachycuje vývoj nákladů na kapitál dle tvrzení MM III, kde jak náklady dluhu, tak náklady vlastního kapitálu mají exponenciální průběh. Křivka průměrných vážených nákladů na kapitál WACC má tvar tzv. U-křivky, jejíž nejnižší bod odpovídá

zadluženosti, při níž jsou WACC minimální a představuje míru optimální zadluženosti podniku.

Obrázek 2.4 shrnuje závěry jednotlivých tvrzení MM I až III.



Obrázek 2.4: Srovnání závěrů vývoje nákladů na kapitál dle modelů MM I, II a III

Zdroj: Dluhošová, D. Finanční rozhodování a řízení podniku, s. 120

Mezi náklady finanční tísně jsou zahrnovány (Arnold, 2013, s. 793):

- **náklady úpadku přímé** – zejména náklady na soudní poplatky, poplatky právníkům, soudním znalcům, účetním apod.,
- **náklady úpadku nepřímé** – zejména ty náklady, které vyplývají ze složitosti řízení podniku nalézajícího se v úpadku, případně procházejícího reorganizací s cílem jeho záchrany. Například náklady z důvodu nízkého prodeje podniku v důsledku ztráty důvěry zákazníků, odchod klíčových zaměstnanců podniku, vyšší úroky placené věřitelům jako kompenzace zvýšeného rizika, vzniklé prostoje, prodej aktiv pod cenou z důvodu časové tísně atd.,
- **agenturní náklady** – náklady vznikající v důsledku protichůdných záměrů osob zainteresovaných na činnosti podniku, například náklady, které je nutno vynaložit na minimalizaci případných protichůdných zájmů akcionářů, manažerů a věřitelů podniku (držitelů dluhopisů, bank, dodavatelů, atd.).

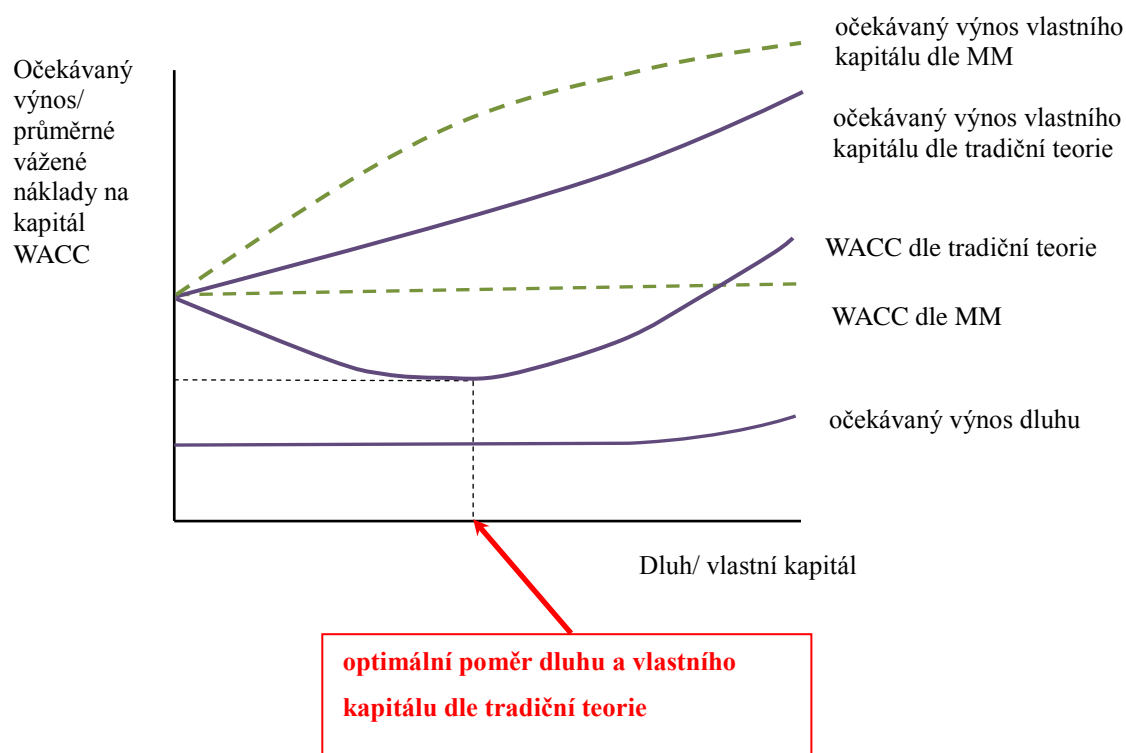
2.2.2 Tradiční (klasická) teorie kapitálové struktury podniku

Tradiční (klasická) teorie kapitálové struktury podniku patří mezi teorie statické. Je východiskem a zároveň jednou z nejvýznamnějších reakcí na teorii Modiglianiho a Millera. Tradiční model však na rozdíl od modelu MM odmítá předpoklad dokonalých kapitálových trhů. Zastánci tradiční teorie pohlíží na problematiku optimální kapitálové struktury přes minimalizaci celkových nákladů spojených s využívaným kapitálem, obdobně jako teorie optimální kapitálové struktury podniku.

Tradiční teorie považuje za optimální takovou kapitálovou strukturu, při níž jsou průměrné náklady na kapitál podniku minimální. Pokud je splněn předpoklad konstantních očekávaných výnosů a předpoklad neměnnosti ostatních faktorů, je optimální kapitálová struktura podniku taková, při níž je dosaženo maxima tržní hodnoty firmy. Mezi zastánce této teorie jsou řazeni např. Durand, Dodd, Graham.

Na první pohled se mohou závěry teorie optimální kapitálové struktury Modiglianiho a Millera a tradiční teorie kapitálové struktury zdát shodné, každá teorie však má odlišný pohled na jednotlivé druhy nákladů na kapitál.

Rozdíly v pojetí očekávaných výnosů mezi těmito teoriemi zachycuje obrázek 2.5. Pohled tradicionalistů je vyznačen plnými čarami, pohled Modiglianiho a Millera přerušovanými čarami. Tradicionalisté tvrdí, že růst zadlužení zpočátku zvyšuje výnos vlastního kapitálu, ale pomaleji než tvrdí MM. Poté však výnos vlastního kapitálu roste výrazněji, tak jak roste míra zadlužení a průměrné vážené náklady na kapitál (WACC), a předstihne i tempo růstu výnosu vlastního kapitálu předpokládané MM. Na průběh očekávaného výnosu z dluhu pohlíží obě teorie obdobně.



Obrázek 2.5: Srovnání pohledu teorie optimální kapitálové struktury (MM) a tradiční teorie

Zdroj: Brealey, R.A., Myers, S.C.: *Principles of Corporate Finance*, str. 461

Dle tradiční teorie skladba kapitálové struktury podniku má vliv na očekávaný výnos podniku a optimální poměr vlastního a cizího kapitálu je takový, který vede k minimalizaci průměrných vážených nákladů na kapitál.

Další rozdíly mezi teorií optimální kapitálové struktury a tradiční teorií lze spatřovat v předpokladu dokonalosti kapitálových trhů a pohledu na postoj akcionářů k riziku. Teorie Modiglianiho a Millera vychází z předpokladu dokonalých kapitálových trhů, oproti tomu tradiční teorie předpokládá nedokonalé kapitálové trhy. Z hlediska pohledu na postoj akcionářů k riziku teorie MM nepředpokládá změny očekávaného výnosu v závislosti na zvýšení rizika. Tradicionalisté naopak očekávají růst rizika a růst nákladů dluhového financování při tržních selháních.

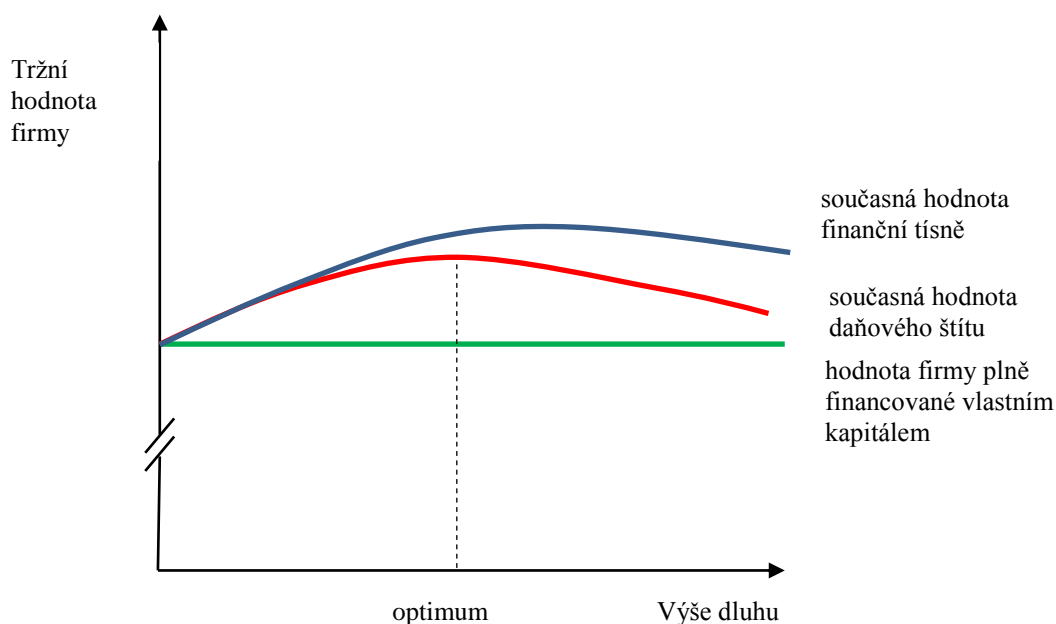
2.2.3 Kompromisní teorie kapitálové struktury podniku

Tzv. **kompromisní teorii** (*trade-off theory*) vytvořili R. A. Brealey a S. C. Myers ve své publikaci „*Principles of corporate finance*“ (1996) na základě modelů Millera a

Modiglianiho a práci samotného Millera. Tvrdí, že dluhové financování přináší podnikům mírnou výhodu, a to přinejmenším těm společnostem, které si mohou být v rozumné míře jisty, že využijí daňový štít. Pro společnosti, které nemohou očekávat, že by byly schopny daňový štít využít (tj. ty, které si nemohou být jisty tím, že v budoucnu vykáží zdanitelný zisk), je vypůjčování a zadlužování naopak velmi nevýhodné.

V této fázi zkoumání v oblasti kapitálové struktury firem byly do problematiky nákladů kapitálu zahrnuty i již zmíněné **náklady finanční tísně**. Jedná se o náklady, které souvisejí s dluhovým financováním, protože s růstem zadlužení podniku roste i finanční riziko a tím rostou i náklady s dluhovým financováním související. Pozitivní dopady daňového štítu mohou být eliminovány či dokonce překročeny právě těmito negativními náklady finanční tísně. Následně od určitého bodu dochází k růstu celkových nákladů kapitálu a současně i k poklesu tržní hodnoty firmy. Jedná se o teoretické vysvětlení již zmiňované „U křivky“, jež byla dříve založena pouze na empirickém pozorování.

Valach (2001, s. 291) udává, že kompromisní teorie chápe volbu kapitálové struktury podniku jako kompromis mezi úrokovým daňovým štítem (který do určité míry zadlužení snižuje průměrné náklady kapitálu) a náklady finanční tísně, které naopak průměrné náklady kapitálu zvyšují. V tom je zajedno s tradicionalistickou teorií optimalizace kapitálové struktury podniku, opírající se o „U“ křivku průměrných nákladů kapitálu. Za optimální považuje takové složení kapitálu, při němž daňový štít co nejvíce převyšuje náklady finanční tísně. Tato teorie připisuje velký vliv výši a stabilitě podnikového zisku a charakteru aktiv, které podnik při své podnikatelské činnosti využívá. Podniky hospodařící s vyššími a stabilními zisky a vlastníci bezriziková hmotná aktiva si mohou dovolit vyšší zadluženost než podniky, které mají zisk nízký, nulový, případně kolísavý, a rovněž než podniky, které ve svých aktivech mají velké zastoupení rizikových aktiv.



Obrázek 2.6: Statická kompromisní teorie kapitálové struktury

Zdroj: Myers, S.C.: *The Capital Structure Puzzle*. *Journal of Finance*, 1984, s. 577.

Obrázek 2.6 znázorňuje stav, podniky zvažující svoji kapitálovou strukturu v určitém okamžiku porovnávají budoucí peněžní toky z dluhového daňového štítu s růstem potenciálních nákladů finanční tísně a újmou plynoucí z příliš vysokého zadlužení.

2.2.4 Teorie signalizování

Jednou z dalších teorií kapitálové struktury podniku je teorie signalizování, kterou představil S. Ross ve své studii z roku 1977 (Ross, 1977). Teorie signalizování je založená na existující informační asymetrii mezi manažery a investory. Předpokladem je, že manažeři mají všechny potřebné informace o hospodaření společnosti, zatímco externí investoři musí spoléhat pouze na zveřejňované informace. Proto pokud investoři vidí, že podnik zvyšuje svoji zadluženost, předpokládají, že se podnik nachází v dobré ekonomické situaci. Je možné říci, že manažeři, kteří mají veškeré potřebné informace, činí správná rozhodnutí, a zvyšování zadluženosti je signálem dobré ekonomické situace podniku.

Jiní autoři tuto teorii neuznávají a zpochybňují ji. Například M. Miller a K. Rock (1985) tvrdí naprostý opak. Uvádí, že zvyšování zadluženosti podniku není chápáno jako informace pozitivní, nýbrž negativní, protože si podnik nedostatečným hospodařením nevytvořil dostatečné prostředky k úhradě svých závazků.

S.C. Myers a N.S. Majluf (1984) přinášejí další poznatky v oblasti informační asymetrie mezi manažery a investory, především z pohledu emise nových akcií existující společnosti a signály, které tyto emise mají pro staré a nové akcionáře.

2.2.5 Teorie hierarchického pořádku

Teorie hierarchického pořádku (*Pecking Order Theory*) navazuje na teorii signalizování a vychází ze stejné studie předložené S.C. Myersem a N.S. Majlufem (1984) a z další práce S.C. Myerse (1984) „*The Capital Structure Puzzle*“.

Dle teorie hierarchického pořádku je v podniku využíván cizí a vlastní kapitál. Vlastní kapitál je rozlišen na dva druhy: interní kapitál a externí kapitál. Tato teorie postuluje, že interní vlastní kapitál je nejvhodnějším zdrojem financování podniku a externí vlastní kapitál je nejméně vhodným zdrojem. Teorie určuje jakýsi hierarchický pořádek, který udává následující prioritu při volbě vhodných zdrojů financování:

1. interní vlastní kapitál – nerozdělený zisk z minulých období,
2. cizí zdroje – závazky,
3. externí vlastní kapitál – emise akcií.

Podniky dle teorie hierarchického pořádku preferují interní zdroje (zadržené zisky) před vnějšími zdroji. Využití interních zdrojů financování je pro podniky nejjednodušší. V případě, že interní zdroje nejsou v dostatečné výši, pak podniky z důvodu nižších pořizovacích a informačních nákladů preferují dluhové financování před financováním pomocí emise akcií. Akcie bude dle této teorie podnik emitovat pouze tehdy, pokud nebude moci získat další cizí zdroje, čili když je jeho dluhová kapacita již plně vyčerpána a podniku může hrozit riziko úpadku. Emise akcií se nachází v pořadí zdrojů financování na posledním místě vzhledem k tomu, že vyvolává řadu nepřímých důsledků, jako jsou náklady emise, tlak na snížení cen stávajících akcií, nepříznivý dojem na veřejnost apod. Takto situaci vnímají i externí investoři, kteří novou emisi akcií považují za znamení finanční tísně podniku. Tím autoři vysvětlují obvyklý pokles tržní ceny akcií podniku po provedené sekundární emisi akcií.

Teorie hierarchického pořádku dále předpokládá, že menší podniky se zadlužují více než podniky velké, které mají dostatečně velký volný cash-flow, a tudíž dluhové financování nepotřebují.

Teorie hierarchického pořádku predikuje pravý opak přístupu firem k zadlužování než teorie postavené na nákladech dluhu a daňovém štítu. Zároveň popírá tvrzení, že se podniky snaží přiblížit určitému cílovému poměru zadlužení. Svou podstatou se tato teorie řadí do skupiny dynamických teorií kapitálové struktury. Chování podniků v oblasti optimalizace kapitálové struktury se snaží vysvětlit na základě empirických pozorování a výzkumů.

2.2.6 Teorie ekonomických subjektů

Teorii ekonomických subjektů tvoří řada prací různých autorů sedmdesátých a osmdesátých let minulého století, mezi něž se řadí například M.C. Jensen a W.H. Meckling (1976), či S.C. Myers (1977). Teorie ekonomických subjektů se zabývá problematikou vztahů mezi vlastníky podniku a manažery a vlastníky podniku a věřiteli, jejichž zájmy jsou obvykle v přímém rozporu.

Podstata konfliktů mezi manažery a vlastníky z hlediska kapitálové struktury spočívá v tom, že vysoká hodnota úvěrového financování může za určitých podmínek vést k růstu rentability vlastního kapitálu podniku, avšak na straně druhé může vést až k likvidaci podniku v důsledku neúměrného zatížení náklady na pořízení cizího kapitálu. Manažeři zároveň nemohou zcela samostatně rozhodovat o použití vytvořeného zisku, jenž zpravidla nezůstává celý v podniku k reinvesticím, ale je použit na výplatu dividend akcionářům. Z pohledu manažerů zadržování zisků vede k lepším předpokladům při pořizování kapitálu ve smyslu nižších nákladů (Růčková a Roubíčková, 2012, s. 148).

2.3 Závěry plynoucí z jednotlivých teorií kapitálové struktury

Ze zkoumání uvedených teorií kapitálové struktury je zřejmé, že závěry jednotlivých teorií se značně liší. Většina teorií kapitálové struktury je založena na dvou základních teoriích, a to na *kompromisní teorii* nebo na *teorii hierarchického pořádku*. Objevují se však i teorie, které závěry těchto dvou zdánlivě protichůdných teorií vzájemně nevylučují, ale uplatňují současně.

Valach (2001, s. 292) nabízí následující shrnutí závěrů vývoje teorií optimální kapitálové struktury:

1. „Praxe potvrzuje, že průměrné náklady kapitálu se vyvíjí přibližně v podobě jakési „U“ křivky. Je však velice obtížné stanovit její matematickou závislost na různých alternativách kapitálové struktury.
2. Je možné přibližně určit průměrné náklady kapitálu pro několik základních variant zadlužení a tak zhruba určit optimální složení kapitálu z hlediska minimalizace nákladů kapitálu jako výchozí bod pro další úvahy.
3. V dalším kroku je nutné ještě přihlédnout k jiným faktorům, ovlivňujícím výběr - zejména ke struktuře majetku a k velikosti a stabilitě podnikového zisku.
4. Management podniku (zejména v USA) má silnou tendenci preferovat interní zdroje financování před využíváním dluhů a akciového kapitálu.
5. Optimalizace kapitálové struktury může přispět k růstu tržní hodnoty firmy, rozhodující místo při zajišťování růstu tržní hodnoty firmy však má vyhledávání a realizace efektivních investičních projektů“³.

Teorie Modiglianiho a Millera nepředstavuje první pohled na problematiku kapitálové struktury podniku, jedná se ale o první čistě modelový teoreticky podložený přístup. Předpoklady, které nejsou v reálné ekonomice možné, se snažili částečně odstranit již samotní autoři v průběhu svého dalšího zkoumání. Výsledkem je tradiční přístup ke kapitálové struktuře hledající kompromis mezi výhodou plynoucí z existence daňového štítu a nebezpečím finanční tísně. Později se objevují i další teorie rozšiřující množinu potenciálních determinant snažících se odpovědět na otázku, jak podniky volí svou kapitálovou strukturu. Kompromisní teorie hledá kompromis mezi rostoucí daňovou úsporou a rostoucími náklady finanční tísně při zvyšujícím se zadlužení podniku. Cílem je nalézt optimální úroveň zadluženosti v dlouhém období. Teorie hierarchického pořádku vychází z empirických průzkumů a snaží se jasně a jednoduše formulovat proces tvorby kapitálové struktury podniků. Později byly formulovány i další alternativní teorie, které se snaží daný problém vyřešit.

Z jednotlivých teorií lze vyvodit důležité závěry. Každá z teorií zdůrazňuje jiná kritéria pro výběr optimální finanční struktury. Klasická teorie považuje za kritérium minimalizaci nákladů kapitálu, jiné teorie zdůrazňují jako klíčové kritérium výběru maximalizaci tržní hodnoty firmy. Obě kritéria však lze považovat za totožná za předpokladu stabilních

³ Efektivním investičním projektem se rozumí takový projekt, jehož čistá současná hodnota je kladná.

očekávaných výnosů či za předpokladu nezávislosti důchodu na kapitálové struktuře podniku.

Jedním z nejzásadnějších problémů jednotlivých teorií kapitálové struktury podniku je skutečnost, že stanovit matematickou závislost křivky průměrných nákladů kapitálu podniku na různých variantách kapitálové struktury podniku je poměrně obtížné a je nutné pracovat s odhady vstupních údajů o nákladech dluhu a vlastního kapitálu.

Podniková praxe v oblasti finančního řízení podniku poukazuje na nutnost zohledňovat při volbě kapitálové struktury podniku i další faktory, jako jsou například: velikost a stabilita realizovaného podnikového zisku, struktura podnikového majetku, oborové standardy, postoje manažerů, požadavky věřitelů apod.

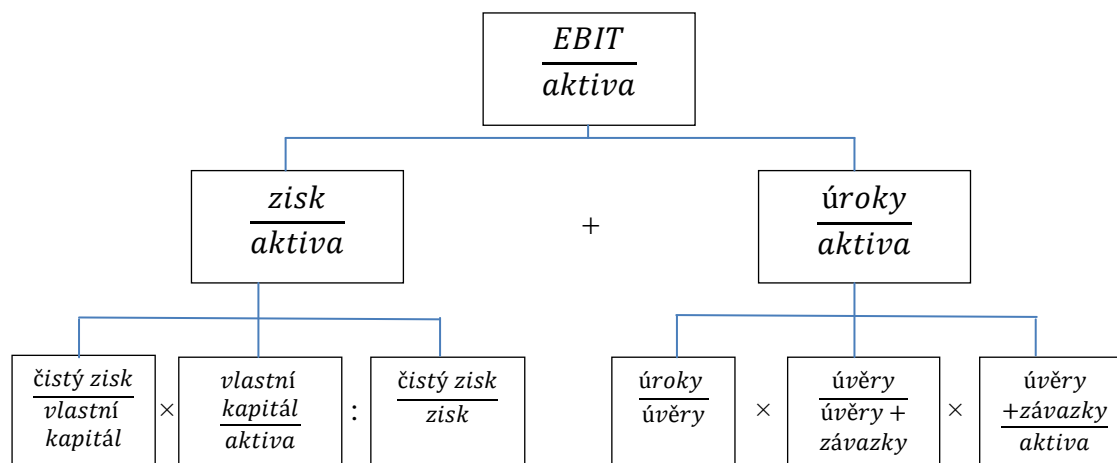
Náročnost aplikace jednotlivých teorií do firemní praxe pak vede řadu firem k akceptaci závěrů teorie hierarchického pořádku, která vychází z empirických průzkumů a postup tvorby kapitálové struktury podniku definuje poměrně jasně a jednoduše.

2.4 Současní autoři zabývající se tématem v českém prostředí

Jedněmi z prvních odborníků, kteří se u nás zabývali tématem podnikových financí a kapitálové struktury, byli **manželé Neumaierovi** (Neumaierová a Neumaier, 1996). Jejich závěry vychází z teorie F. Modiglianiho a K. H. Millera a jsou rovněž v souladu s kompromisní teorií. Ke svým závěrům však dospívají jinou cestou než autoři kompromisní teorie, a sice na základě pyramidálního rozkladu vrcholového ukazatele hodnotícího podnikatelskou činnost. Manželé Neumaierovi jsou rovněž autory známého predikčního modelu s názvem Indexem IN, jehož konstrukce vychází z analýzy dat českých firem a zohledňuje specifika české ekonomiky (Vochozka, 2012, s. 276). Pro podniky se ukázal být přínosem i Benchmarkingový systém INFA (*IN Financial Analysis*) (Neumaier a Neumaierová, 1997), který Neumaierovi zpracovali ve spolupráci s Ministerstvem průmyslu a obchodu ČR.

Dle teorie manželů Neumaierových optimální zadluženost představuje výši dluhu, která maximalizuje hodnotu podniku pro majitele (Neumaierová a Neumaier, 1996). Jejich teorie vychází ze zkoumání optimální zadluženosti, v rámci kterého autoři vytvořili jednoduchý model založený na pyramidálním rozkladu rentability aktiv ($EBIT/aktiva$). Rentabilita

aktiv zde vyjadřuje produkční sílu podniku a model předpokládá, že jednotlivé složky ukazatele nejsou závislé na kapitálové struktuře podniku.



Obrázek 2.7: Pyramidální rozklad ukazatele EBIT/aktiva manželů Neumaierových
Zdroj: Neumaierová, I., Neumaier, I. Úvaha o optimální zadluženosti, Finance a úvěr, 1996, roč. 46, č. 1, s. 51-60.

Obrázek 2.7 znázorňuje jednoduchý model k určitému časovému okamžiku, kde není brán v úvahu daňový štít. V případě modelu rozšířeného o vliv provozní páky je optimální zadluženost definována jako zadluženost, při které je „free cash flow“ pro vlastníka maximální.

Kislingerová (2010, s. 393) chápe volbu kapitálové struktury jako složitý vícekritériální proces. Jednotlivá kritéria působí často i proti sobě a záleží na rozhodující se osobě, jakou váhu jim přisoudí. Nejdůležitějšími faktory působícími na rozhodování o míře zadluženosti jsou podle ní velikost a stabilita podnikového zisku, postavení podniku na trhu (tzv. provozní páka), stabilita resp. volatilita tržeb, majetková struktura podniku (portfolio aktiv), finanční nezávislost podniku (finanční volnost), stabilita rozdělování výsledku hospodaření.

V rámci zkoumání přístupu českých podniků k volbě kapitálové struktury uvádí, že podniky, které se řídí obecně doporučovanými pravidly pro používání cizího kapitálu, jsou na tom o něco lépe než průměr (ale ne výrazně). Podniky neplnící žádné z doporučení jsou na tom však výrazně hůře než ostatní (průměrná hodnota jejich rentabilit je výrazně nižší). Dále uvádí, že střední podniky jsou ve srovnání s velkými při financování podniku

umírněnější, což může být způsobeno např. horšími podmínkami při získávání kapitálu, ale i odpovědnějším přístupem managementu.

Synek (2007, s. 50) uvádí, že celková velikost podnikového kapitálu závisí na mnoha okolnostech a zdůrazňuje především tyto faktory: velikost podniku (obecně platí: čím větší podnik, tím větší kapitál vyžaduje), stupeň mechanizace, automatizace a robotizace (čím vyšší použití techniky, tím větší kapitál), rychlost obratu kapitálu (čím rychlejší obrat, tím menší kapitál) a organizaci odbytu (podnik s vlastní prodejní sítí vyžaduje vyšší kapitál než prodej přes obchodní podniky).

Synek uvádí, že určit optimální stupeň zadluženosti i optimální strukturu dluhů je v praxi obtížné. Lze však odvodit všeobecné pravidlo: dluh je účelné zvýšit, když vyšší zadluženost zvyšuje majetek akcionářů. Zda bylo využití dluhu účelné, lze zjistit pouze dodatečně, a to porovnáním ukazatelů výnosnosti celkového a vlastního kapitálu. Optimalizace kapitálové struktury podniku pak spočívá ve vzájemném vyrovňování výnosnosti a finančního rizika tak, aby bylo dosahováno maximální tržní ceny akcií.

Mezi přední české odborníky na problematiku firemních financí patří i **Valach**, který při určování optimální kapitálové struktury podniku vychází z pozice tradicionalistů (klasiků). Na optimum kapitálové struktury se dívá z pozice minimalizace průměrných nákladů na kapitál, a nikoliv přímo z pozice maximalizace hodnoty podniku (byť za určitých podmínek vede minimalizace průměrných nákladů kapitálu i k maximalizaci hodnoty podniku) (Valach, 2001, s. 298).

Kromě průměrných nákladů kapitálu **Marek** (2009, s. 455) udává další veličiny, které výrazně působí na míru zadluženosti. Jedná se o: velikost a stabilitu podnikového zisku, majetkovou strukturu podniku a udržení kontroly nad činností podniku. Čím větší je perspektiva vyššího zisku a jeho stability, tím vyšší podíl cizího kapitálu si podniky mohou dovolit používat. Kapitál použitý pro financování majetku by měl zároveň odpovídat stupni likvidnosti jednotlivých druhů majetku (rychle převoditelná aktiva je možné krýt krátkodobými závazky, naopak dlouhodobá aktiva je účelné financovat dlouhodobým kapitálem, a to vlastním i cizím).

Nývltová a Marinič (2010, s. 126) jmenují několik aspektů, o něž se v praxi opírá rozhodování v oblasti optimalizace kapitálové struktury, například:

- věcnou a časovou strukturu aktiv,
- dostupnost jednotlivých zdrojů financování (v ekonomicky příznivé době mohou být banky ochotny půjčit i více zadluženým podnikům),
- zvyklosti v odvětví (odvětvový průměr míry zadluženosti),
- stádium životního cyklu podniku (zavedený podnik má jiné možnosti než podnik v počátečních stádiích rozvoje),
- schopnost vlastníků zhodnotit volný kapitál (pokud vlastníci disponují volným kapitálem a nejsou schopni jej zhodnotit jinak než jeho reinvesticí do podniku, pak je zbytečné využívat cizí kapitál),
- ochotu vlastníků k informační otevřenosti vůči poskytovatelům cizího kapitálu (např. banka bude v případě poskytnutí úvěru vyžadovat různorodé informace o podnikatelských aktivitách, což může výhodnost cizího kapitálu z pohledu vlastníků značně snižovat).

Růčková a Roubíčková (2012, s. 151) se pokouší o stanovení určitých obecně platných zásad pro řízení kapitálové struktury. První zásadou je diverzifikace zdrojů, která je pro firmu nutná z hlediska optimalizace kapitálové struktury. Při volbě způsobu financování z celé škály zdrojů financování nabízených na finančním trhu je rozhodující nejen cena, ale také doba splatnosti a riziko daného zdroje. Je důležité respektovat i zaměření ekonomické činnosti firmy. Další zásadou je zohlednění daňových hledisek, neboť daňové zatížení firmy negativně působí na její ekonomickou aktivitu. Pro řízení kapitálové struktury je rovněž důležité, aby kapitálová struktura odpovídala vnitřním (efektivní fungování firmy jako celku) a vnějším (vztah se státními orgány, s ostatními firmami, zákazníky apod.) ekonomickým podmínkám. Zcela zásadní vliv mají náklady, které souvisejí s využíváním jednotlivých forem kapitálu, přičemž využívání vlastního kapitálu je dražší než využívání kapitálu cizího a zároveň je možné říci, že za určitých podmínek využití cizího kapitálu zvyšuje rentabilitu kapitálu vlastního.

Režňáková (2012, s. 8) zdůrazňuje vliv charakteru finančního systému na rozhodování o způsobu financování. V České republice je finanční systém založený na bankách, ve kterých je soustředěna převážná část volných finančních zdrojů a ostatní formy (jako leasing či emise cenných papírů) jsou pouze zdroji doplňkovými. Autorka zmiňuje i vlivy konkrétní fáze životního cyklu podniku či oboru podnikání na volbu podnikových zdrojů.

Jindřichovská (2013, s. 152) představuje metody používané v praxi k řízení finanční struktury. Je to například metoda EBIT-EPS, s jejíž pomocí se určí nejvhodnější finanční páka při maximalizaci zisků na akcii, či metoda komparace finančních ukazatelů. Vzhledem k faktu, že finanční páka je citlivá na ekonomický cyklus, firmy provádějí analýzu finanční páky v různých ekonomických podmínkách a zkoumají hotovostní toky a výsledné zůstatky v období ekonomické recese.

Křivská (2009, s. 54) podává ucelený přehled nejdůležitějších faktorů, které ovlivňují kapitálovou strukturu podniku:

- ziskovost a stabilita podniku,
- majetková struktura podniku,
- odvětví podnikání,
- management podniku a jeho přístup k riziku,
- struktura vlastnictví a udržení kontroly nad činností podniku,
- finanční volnost,
- výše investic,
- velikost podniku,
- dobré jméno a historie podniku,
- požadavky ratingových agentur,
- fungování kapitálové trhu,
- legislativa,
- hospodářská politika a hospodářský cyklus a
- společensko-ekonomické poměry.

Empirické ověřování závěrů jednotlivých teorií optimální kapitálové struktury bylo odbornou veřejností v České republice dlouhodobě opomíjeno. Avšak v posledních dvou desetiletích se problematice kapitálové struktury podniku a možnostem její optimalizace věnuje stále větší pozornost a vzniká i řada empirických studií, např. Krauseová, Dvořák, Bauer, Hrdý a Horová, Landa a Martinovičová, Pinková, Prášilová a další.

Krauseová (1995) ve své empirické studii analyzovala vlivy obratu majetku, ziskovosti, růstu, velikosti podniku a nestálosti (volatility) zisku na míru zadlužení v období 90. let minulého století. V tomto období probíhal v české ekonomice proces transformace na tržní

system, uskutečnila se privatizace a restrukturalizace majetku i kapitálu dosavadních podniků a vznikly nové firmy. Používaly se tytéž druhy finančních zdrojů, které byly zavedené v centrálně řízené ekonomice. V daném období neexistoval kapitálový trh, takže nebylo možné získat kapitál způsobem, který je standardní pro tržní ekonomiku, tzn. emisí akcií, dluhopisů a krátkodobých cenných papírů. Přes řadu pozitivních změn v rozvoji tržní ekonomiky přijímal podnikatelský sektor i nadále bezpečná rozhodnutí a minimalizoval riziko. Finanční strategie podniků byla založená na vysokém podílu jmění (vlastního kapitálu) v kapitálové struktuře a v důsledku vysoké míry zdanění byla i velmi drahá. Autorka očekává v budoucnu růst zadlužení podniků, přesto bude převažovat sklon k financování z vlastních zdrojů.

Řadu zajímavých závěrů nabízí studie, kterou provedl **Dvořák** (2004). Jedná se o výzkum provedený mezi 600 finančními manažery firem z České republiky. Dceřiné firmy zahraničních společností obvykle pro své financování využívají vnitroskupinové úvěry, nepoužívají leasing a negují neochotu bank půjčovat finanční prostředky v rámci jejich oboru podnikání. Dceřiné společnosti také obvykle nevyužívají venture capital ani emisí obligací jako nástroj financování, ale nevnímají minimální hranici pro objem emitovaných dluhopisů jako možnou příčinu. Firmy aktivně manažersky řízené využívají ve srovnání s dceřinými společnostmi zahraničních firem leasing jako formu financování častěji. Jedním z možných vysvětlení je, že vnímají neochotu bank poskytovat bankovní úvěry jejich odvětví. Tyto firmy rovněž nevyužívají emisí obligací jako zdroj financování, na rozdíl od dceřiných společností však považují minimální požadovaný objem emise a informační požadavky jako značně limitující faktor. Firmy řízené soukromými podnikateli pak častěji zvažují leasing a venture kapitál jako zdroj financování, protože své cash flow nepovažují za dostatečné pro splácení dluhu vniklého emisí dluhopisů. Většina firem bez ohledu na formu řízení pak vyjadřuje obavy z úniku informací spojené s umístěním akcií či obligací na kapitálový trh díky informačním požadavkům s emisí spojeným. Autor dále zjistil, že firmy s pozitivním ROE obvykle pro financování využívají zadržené zisky a odpisy a nevyužívají leasing.

Bauer (2004) ve své studii zkoumá korelační závislosti zadluženosti na velikosti podniku, ziskovosti, likvidnosti aktiv, růstových příležitostech, výši daní, daňovém štítu a volatilitou a provádí srovnání českých společností zapsaných na burze se společnostmi ze zemí

uskupení G7. České firmy zapsané na burze jsou zadlužené obdobně jako země G7, pokud je zadluženost měřena pomocí celkové zadluženosti v nominální hodnotě, pokud je však měřena v tržní hodnotě, zadluženost českých podniků je vyšší. Ze studie dále vyplývá, že zadluženost je pozitivně korelována s velikostí podniku a negativně se ziskovostí podniku, což je konzistentní s teorií hierarchického pořádku.

Hrdý a Horová (2007) se zaměřují na výzkum v oblasti investičního rozhodování podniků a používané metody hodnocení. V oblasti kapitálové struktury výsledky studie odhalují, že pouze 20 % firem se dlouhodobě a komplexně snaží optimalizovat svoji kapitálovou strukturu, přičemž tyto firmy nejčastěji usilují o minimalizaci zadluženosti a maximalizaci zisku. Zároveň se tyto firmy snaží daný poměr vlastních a cizích zdrojů udržet. Firmy využívají převážně zdroje vnitřní, na rozsáhlejší investiční projekty pak úvěry. Překvapivě velký podíl (22 %) však představují i společnosti, které se optimalizací své kapitálové struktury vůbec nezabývají.

Hrdý (2011) se dále věnuje problematice optimalizace kapitálové struktury konkrétního podniku z hlediska teoretického i praktického a navrhuje doporučený postup pro podniky, jež se chtějí praktickou optimalizací zabývat. Zdůrazňuje důležitost oborových standardů, které říkají, jaké bývá obvykle zadlužení v příslušných oborech a odvětvích a podnik tak může pasivně převzít příslušný oborový standard jako výši optimálního zadlužení. V případě aktivního přístupu podniku k optimalizaci kapitálové struktury má podnik na výběr: buď využít závěry teorie hierarchického pořádku, nebo usilovat o stanovení konkrétní dluhového poměru s důrazem na průměrné náklady kapitálu. Autor navrhuje stanovit konkrétní dluhové poměry dle dvou teorií. Buď je možno využít závěry teorie klasické, opírající se o maximalizaci tržní hodnoty firmy závisující na minimálních průměrných nákladech kapitálu podniku, nebo závěry teorie manželů Neumaierových, opírající se o maximalizaci tržní hodnoty firmy odvozené od bodu maximální rentability vlastního kapitálu. Podniku s převahou hmotných aktiv a relativně menším rizikem podnikání pak doporučuje přiklonit se k vyššímu zadlužení a naopak. Autor dále zdůrazňuje, že manažeři podniků nemají dostatečné znalosti teoretických přístupů týkající se optimalizace kapitálové struktury. Poukazuje na zlovyk, který se v praxi často vyskytuje, a to, že nulové zadlužení podniku je považováno za znak prosperity a dobrého

jména, ačkoliv právě úspěšné podniky mohou aktivně využívat působení úrokového daňového štítu.

Landa a Martinovičová (2010) se zabývali analýzou stavu a změn kapitálové struktury na úrovni odvětví podnikatelské činnosti, do té doby málo frekventovanou oblastí výzkumů v oblasti optimalizace kapitálové struktury. Autoři analyzovali vliv řady kritérií, např. nákladů na kapitál, rizika, očekávané výnosnosti, likvidity podniku, dividendové politiky apod. u třech vybraných odvětví zpracovatelského průmyslu. Ta měla zastupovat odvětví s nadprůměrnými, průměrnými a podprůměrnými výsledky (jako základní ukazatel byl použit ukazatel ROE – rentabilita vlastního kapitálu). Zjištění naznačují, že ekonomicky podprůměrné podniky využívají bankovní úvěry ve větší míře, než podniky nadprůměrné. Při analýze kapitálové struktury bylo zjištěno dodržení pravidla sladění časového horizontu používání aktiv s časovým horizontem zdrojů, kterými je daný majetek financován. Z jejich srovnání dále vyplývá, že ve sledovaných odvětvích podniky preferují kritéria finanční bezpečnosti, finanční stability a likvidity před náklady kapitálu.

Pinková (2012) se ve své studii zabývá determinanty kapitálové struktury středních a velkých firem podnikajících v automobilovém průmyslu v ČR. Autorce se podařilo identifikovat čtyři důležité faktory, které mají vliv na kapitálovou strukturu zkoumaných firem, a to velikost podniku, ziskovost, likviditu a podíl hmotných aktiv. Závěry učiněné na základě zkoumání jsou aplikovatelné jak na teorii hierarchického pořádku, tak na kompromisní teorii. Větší podniky preferují financování pomocí vlastních zdrojů a při dluhovém financování převažují dlouhodobé závazky nad krátkodobými. Podniky s nedostatkem hmotných aktiv preferují dluhové financování.

Jednou z posledních prací, která se v českém prostředí věnuje problematice kapitálové struktury, je studie **Prášilové** (2012). Autorka zkoumá, zda určité determinanty, konkrétně podíl fixních aktiv, zadržené zisky, úroková míra, rentabilita aktiv, velikost podniku, podíl hmotných aktiv a stáří podniku mají vliv na kapitálovou strukturu a míru tohoto vlivu. Výsledkem její analýzy je zjištění, že na celkovou zadluženost podniků má pozitivní vliv stáří podniku a objem zadržených zisků a negativní vliv rentabilita aktiv a velikost podniku. Autorka našla jisté důkazy pro platnost obou teorií kapitálové struktury: kompromisní teorie i teorie hierarchického pořádku. Ovšem vzhledem k relevanci, kterou provedená regrese v rámci výzkumu prokázala, lze více akcentovat předpoklad

dynamických teorií (kam patří teorie hierarchického pořádku), že jednotlivé společnosti se svými charakteristikami, výchozími determinanty, cíli a strategiemi liší, a proto nelze hledat optimální kapitálovou strukturu, resp. nelze vyjádřit unifikované pravidlo finančního rozhodování podniků.

Studie **Švecové, Scholleové a Fotra** (2012) je zaměřená na srovnání přístupu českých podniků a firem z vyspělých západních zemí v oblasti investičního rozhodování. Autoři provedli výzkum kritérií uplatňovaných v investičním rozhodování, jehož výsledky ukázaly, že nejrozšířenější jsou statická kritéria (především ukazatele rentability a návratnosti). Jejich frekvence použití je přibližně třikrát vyšší než použití kritérií dynamických (čistá současná hodnota, vnitřní výnosové procento, index rentability). Výzkum potvrdil pozitivní závislost volby těchto kritérií na velikosti podniku. Srovnání s výsledky některých zahraničních výzkumů však ukázalo podstatně vyšší míru uplatňování dynamických kritérií i rostoucí trend jejich využívání, a to jak ve Spojených státech, tak i ve vybraných evropských zemích (Velká Británie, Švédsko a Finsko). Vlastní empirický výzkum integrace rizika a nejistoty do investičního rozhodování autoři zaměřili na způsoby stanovení velikosti rizika investičních projektů, způsoby nakládání s rizikem při hodnocení a výběru těchto projektů a dále na nástroje využívané při analýze rizika investičních projektů. Výzkum prokázal preferenci uplatňování slovních charakteristik rizika a používání analýz citlivosti při hodnocení rizika investičních projektů.

2.5 Současní zahraniční autoři zabývající se tématem kapitálové struktury a její optimalizace

V současné zahraniční odborné literatuře lze nalézt celou řadu empirických studií, které se snaží ověřit platnost jednotlivých teorií kapitálové struktury a vybraných determinant kapitálové struktury v praxi.

Jednu z nejznámější a nejobsáhlejší studií, která se nezaměřuje pouze na kapitálovou strukturu, ale i na náklady kapitálu a finanční plánování, vypracovali **Graham a Harvey** (2001). Autoři provedli výzkum na výběrovém vzorku 392 finančních ředitelů amerických podniků. V oblasti kapitálového plánování a rozpočetnictví se zaměřili na metody, které podniky využívají pro vyhodnocování investičních projektů, od těch nejjednodušších jako

je vnitřní výnosové procento (IRR), čistá současná hodnota (NPV) či doba návratnosti investice, po ty komplexnější metody jako index ziskovosti či riskovaná hodnota (*Value at Risk*). Většina respondentů uvedla, že používají metody IRR a NPV, přičemž metodu NPV používají spíše firmy velké. Autoři překvapivě odhalili hojně používání metody doby návratnosti, přes všechny její často diskutované nedostatky. V oblasti nákladů na kapitál studie identifikuje metody, jež firmy převážně používají - model oceňování kapitálových aktiv CAPM (*Capital Asset Pricing Model*), multifaktorový model CAPM, průměrný historický výnos a dividendový diskontní model. Podniky používají především model CAPM, a to převážně ty větší. Část výzkumu byla věnovaná i empirickému ověřování kompromisní teorie kapitálové struktury a teorie hierarchického pořádku.

Graham a Harvey jako empirický důkaz platnosti kompromisní teorie udávají nízkou důležitost daňového štítu při rozhodování o kapitálové struktuře, rovněž vliv osobních daní se prokázal jako minimální. Ačkoliv firmy důsledně sledují své hodnocení úvěrové způsobilosti (rating), tak udávají, že náklady finanční tísně nemají velký vliv na jejich rozhodování. Výsledky výzkumu dále ukazují, že 10 % respondentů striktně dodržuje cílový poměr vlastního a cizího kapitálu, 34 % má stanovený pouze přibližný poměr a 37 % tento poměr nestanovuje. Cílový poměr vlastních a cizích zdrojů si převážně stanovují velké firmy (55 %), z menších firem je to pouze 35 %.

Výsledky potvrzující, že nedostatek vlastních zdrojů je středně důležitým faktorem pro dluhové financování, hovoří ve prospěch teorie hierarchického pořádku. Platí to především pro malé podniky. To je v souladu s tvrzením teorie hierarchického pořádku, že menší firmy se musí potýkat s výraznějším podhodnocením vlastního kapitálu způsobené informační asymetrií. Výrazné empirické důkazy však autoři nenalezli pro tvrzení, že podniky využívají externí vlastní kapitál až tehdy, když nemají dostatečně vysoké zisky.

Studie **Bancela a Mittoa** (2004) testovala kapitálovou strukturu firem ze 16 evropských zemí (Rakousko, Belgie, Řecko, Dánsko, Finsko, Irsko, Itálie, Francie, Německo, Nizozemí, Norsko, Portugalsko, Španělsko, Švýcarsko, Švédsko a Velká Británie) pomocí téměř stejného dotazníku jako Graham a Harvey. Tato studie nabídla možnost zjistit, zda závěry týkající se kapitálové struktury amerických firem platí i v prostředí evropských firem. Výzkum byl založen na odpovědích 87 finančních ředitelů z průmyslových odvětví (cca 37 %), technologií (cca 18 %) a finančních odvětví (cca 18 %). Kvůli omezené

velikosti vzorku, tito autoři neprezentují výsledky specifick jednotlivých zemí. Zatímco Graham a Harvey zkoumali jak veřejně obchodované, tak i soukromé firmy, vzorek Bancela a Mittooa se skládal výhradně z veřejně obchodovaných firem.

Bancel a Mittoo stejně jako Graham a Harvey potvrzují, že podniky mají stanoven cílový dluhový poměr. Přibližně 75 % evropských podniků ze sledovaného souboru podniků stanovuje cílový dluhový poměr v podobě ukazatele debt-equity ratio, což podporuje kompromisní teorii kapitálové struktury.

Bancel a Mittoo se v rámci dotazníkového šetření dále zaměřili na determinanty ovlivňující výši dluhu v podniku, emisi kmenových akcií, emisi konvertibilního dluhu a získávání zahraničního kapitálu. Za nejdůležitější faktor ovlivňující výši dluhu v kapitálových strukturách evropských společností respondenti označili finanční flexibilitu (stejně jako respondenti ve výzkumu Grahama a Harveyho). Mezi ostatní faktory ovlivňující dluhovou politiku ve firmě se řadí na prvním místě minimalizace průměrných nákladů kapitálu, kterou označila za významnou většina respondentů (70 %). Následuje výše úrokových sazeb (k emisi dluhu obvykle dochází v tom období, kdy jsou úrokové sazby nízké) a podhodnocení akcií trhem (v tomto stavu společnosti emitují dluh), což uvedlo přes 40 % respondentů. V rozhodování o emisi kmenových akcií je nejdůležitějším zvažovaným faktorem rozdělení zisku na akcii.

Ve vztahu k teoriím kapitálové struktury prokázala studie zaměřená na evropské podniky následující závěry. Prokázaná významnost úrokového daňového štítu, volatility zisků a cash-flow, obav odběratelů/dodavatelů o finanční stabilitu firmy a důležitost potenciálních nákladů finanční tísně jsou v souladu s kompromisní teorií kapitálové struktury. Tu také podporuje významnost udržení cílového dluhového poměru, kterou v dotazníku jako významný faktor ovlivňující emisi kmenových akcií uvedlo 59 % respondentů. Bylo prokázáno, že v případech, kdy stávající zisky firem nejsou dostačující k financování nových investičních aktivit, firmy využívají dluhové financování minimálně. Dávají přednost financování pomocí emise akcií, což je v rozporu s teorií hierarchického pořádku.

Brounen, de Jong a Koedijk (2006) provedli obdobný výzkum jako Graham a Harvey v rámci evropských firem. Výběrovým vzorkem byli finanční ředitelé 313 firem ze čtyř evropských zemí – Francie, Německo, Velké Británie a Nizozemí. Totožný postup při

zpracování použitého dotazníku umožnil otestovat, zda jsou závěry Grahama a Harveye platné i mimo Spojené státy. V rámci vyhodnocení dotazníku byly zdůrazněny rozdíly mezi veřejně obchodovanými a veřejně neobchodovanými firmami.

Výsledky výzkumu poukázaly na malý rozdíl mezi strategií podnikového zadlužení napříč zeměmi. Respondenti ve všech čtyřech zemích vykazují finanční flexibilitu, která je klíčovým faktorem v determinaci jejich dluhové struktury, ačkoli význam flexibility není řízen teorií hierarchického pořádku. V souladu se studií Grahama a Harveye z roku 2001 vyplývají z průzkumu v každé ze čtyř zemí závěry, které podporují statickou kompromisní teorii. Z provedeného průzkumu dále vyplynulo, že podniky kótované na veřejných trzích považují dluh za významný nástroj ztráty „atraktivity“ pro případ nepřátelského převzetí jinou firmou. Tento kontext pak pochopitelně není relevantní pro firmy veřejně neobchodované. Ve srovnání s firmami veřejně neobchodovanými, kótované firmy více inklinují k signalizaci svých záměrů na finančních trzích prostřednictvím rostoucí úrovně dluhu.

Studie potvrzuje, že finanční flexibilita je důležitým faktorem ovlivňujícím výši dluhu, což je v souladu s teorií hierarchického pořádku. Pro ověření platnosti kompromisní teorie autoři studie nenalezli významnější důkazy. Průzkum ukázal, že úrokový daňový štít je až v pořadí čtvrtým faktorem dle důležitosti vlivu na kapitálovou strukturu, až za finanční flexibilitou, hodnocením úvěrové způsobilosti a proměnlivostí zisku. Náklady finanční tísně firmy považují za méně významné.

Beattie aj. (2004) vypracovali empirickou studii zaměřenou na vyspělou ekonomiku Velké Británie a zjistili značnou heterogenitu v přístupech britských podniků ke kapitálové struktuře. Přibližně polovina firem usiluje o cílový poměr zadluženosti, což je v souladu s kompromisní teorií a zbývající polovina pak následuje danou finanční hierarchii konsistentní s teorií hierarchického pořádku. Provedené zkoumání finančního rozhodování firem jako významné determinanty kapitálové struktury firem udává úrokový daňový štít a dostupné zajištění.

V odborné literatuře z posledních let lze nalézt řadu dalších empirických studií, které se zabývají různými pohledy na kapitálovou strukturu, determinanty kapitálové struktury,

zadluženost firem, vliv zadluženosti na výkonnost podniků, případně srovnání mezi vybranými zeměmi.

Vliv kapitálové struktury a zadluženosti na výkonnost podniků zkoumali například **Bistrova, Lace a Peleckiene** (2011), **Rauh a Sufi** (2010), závislosti kapitálové struktury na veřejné obchodovatelnosti akcií např. **Bahng** (2012).

Ověřování významnosti různých determinant kapitálové struktury se věnovala řada autorů, například **Majumdar** (2010), **Citak a Ersoy** (2012), **Alkhatib** (2012), **Antoniou, Guney a Paudyal** (2008), **Keshtkar, Valipour a Javanmard** (2012), **Javed a Imad** (2012).

Příčiny a důsledky podnikové zadluženosti zkoumali například **Heisz a LaRochelle-Coté** (2004), **Jelinek** (2007), **Ramadan** (2012).

Srovnání mezi různými zeměmi (Spojené státy, Velká Británie, Francie, Německo) provedli například **Gibbard a Stevens** (2011) či **Sbeiti** (2010).

2.6 Vlastní zhodnocení teoretických východisek kapitálové struktury

Na základě studia teoretických přístupů ke kapitálové struktuře a volbě zdrojů financování jsem dospěla k názoru, že podniky v České republice ve finančním rozhodování respektují závěry teorie hierarchického pořádku, ať už vědomě či nevědomě. Domnívám se, že prvotním zdrojem financování v podnicích stále přetrvává interní vlastní kapitál – nerozdělený zisk. Teprve v případě nedostatku vlastního kapitálu podniky volí zdroje cizí. Externí vlastní kapitál podniky využívají minimálně. Předpokládám rovněž, že podniková znalosti v oblasti optimalizace kapitálové struktury nejsou na takové úrovni, aby firmy mohly naplno využívat výhod dluhového financování, dle teorie optimální kapitálové struktury či kompromisní teorie. Myslím, že obecně je zadlužování považováno spíše za negativní signál pro podnikové okolí. Z těchto důvodů bylo jako jedno z ověřovaných tvrzení zvoleno ověření platnosti tvrzení, že podnikatelské subjekty v České republice při volbě zdrojů financování respektují závěry teorie hierarchického pořádku.

3 Definice základních pojmů

V důsledku terminologické nejasnosti a nepřesností, které se vyskytují v oblasti finančního řízení podniku, je tato kapitola věnována vymezení základních pojmů, které souvisí s procesem získávání a hodnocení finančních zdrojů v podniku.

3.1 Podnik, podnikání, obchodní závod, podnikatel – právní vymezení

Podnik byl v původním, dnes již neplatném, obchodním zákoníku⁴ definován jako soubor hmotných, osobních a nehmotných složek podnikání. **Podnikáním** se dle tohoto zákoníku rozuměla soustavná činnost prováděná samostatně podnikatelem vlastním jménem a na vlastní odpovědnost za účelem dosažení zisku.

Nový občanský zákoník⁵ (dále NOZ) zavádí namísto dosavadního pojmu **podnik** nový pojem **obchodní závod**. Zákodárce tuto změnu odůvodňuje různým významem pojmu podnik ve světě a zvláště zvyšujícím se tlakem práva Evropské unie na používání tohoto pojmu především k označení osoby, popřípadě v užším slova smyslu jako soutěžitele.

Obchodní závod je definován v § 502 nového občanského zákoníku jako organizovaný soubor jmění, který podnikatel vytvořil a který z jeho vůle slouží k provozování jeho činnosti. Stanoví vyvratitelnou právní domněnku, že závod tvoří vše, co zpravidla slouží k jeho provozu. Závod může mít i **pobočku**, která je definována jako část závodu, která vykazuje hospodářskou a funkční samostatnost a o které podnikatel rozhodl, že bude pobočkou. Je-li pobočka zapsána do obchodního rejstříku, jedná se o odštěpný závod.

Zákoník upravuje zvlášť i tzv. rodinný závod. **Rodinný závod** je v § 700 NOZ definován jako závod, ve kterém společně pracují manželé nebo alespoň s jedním z manželů i jejich příbuzní až do třetího stupně nebo osoby s manžely sešvagřené až do druhého stupně a který je ve vlastnictví některé z těchto osob. Přitom na ty z nich, kteří trvale pracují pro rodinu nebo pro rodinný závod, se hledí jako na členy rodiny zúčastněné na provozu rodinného závodu.

⁴ Zákon č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník

⁵ Zákon č. 89/2012 Sb., občanský zákoník

Podnikatelem je podle § 420 nového občanského zákoníku fyzická nebo právnická osoba, která samostatně vykonává na vlastní účet a odpovědnost výdělečnou činnost živnostenským nebo obdobným způsobem se záměrem činit tak soustavně za účelem dosažení zisku. Podnikatelem je nadále každá osoba, která je **zapsaná v obchodním rejstříku** bez ohledu na to, zda provozuje podnikatelskou činnost. Nový občanský zákoník zakotvuje v § 421 odst. 2 také vyvratitelnou domněnku, že podnikatelem je i osoba, která má k podnikání **živnostenské nebo jiné oprávnění** podle jiného zákona. Pro účely ochrany spotřebitele se podle § 420 odst. 2 za podnikatele považuje i každá osoba, která uzavírá smlouvy související s vlastní obchodní, výrobní nebo obdobnou činností či při samostatném výkonu svého povolání, popřípadě osoba, která jedná jménem nebo na účet podnikatele. **Obchodní firma** je jméno, pod kterým je podnikatel zapsán do obchodního rejstříku.

Obdobně definuje **podnikání** § 2 živnostenského zákona (Zákon č. 455/1991 Sb., o živnostenském podnikání). Podnikáním na základě živnosti se podle tohoto zákona rozumí soustavná činnost provozovaná samostatně, vlastním jménem, na vlastní odpovědnost, za účelem dosažení zisku a za podmínek stanovených tímto zákonem.

Tato disertační práce uvažuje pod pojem podnik organizovanou hospodářskou jednotku, ve které jsou výrobní faktory kombinovány tak, aby bylo vyrobeno a prodáno zboží a služby (Wöhe a Kislingerová, 2007, s. 41).

3.2 Právní formy podnikání v České republice

Volba právní formy podnikání patří k nejdůležitějším rozhodnutím, které musí podnikatel učinit před započítím své podnikatelské aktivity. Mezi kritéria, která podnikatel zvažuje při volbě konkrétní formy podnikání, patří: počet zakladatelů, nároky na počáteční kapitál, způsob a rozsah ručení, způsob řízení a kontroly, účast na zisku (ztrátě), finanční možnosti (zvláště přístup k cizím zdrojům), daňové zatížení, zveřejňovací povinnost, apod.

Z právního hlediska existují v České republice dvě základní formy podnikání: **podnikání fyzických osob** a **podnikání právnických osob**. Typy právních forem podnikání upravuje zákon č. 90/2012 Sb. o obchodních společnostech a družstvech (zákon o obchodních korporacích). Živnostenský zákon se pak zaměřuje na podnikatelské subjekty provozující

svou činnost na základě živnostenského oprávnění. Podnikání v oblasti **zemědělských činností** se řídí zákonem č. 85/2004 Sb., o zemědělství.

Za fyzickou osobu se pro účely podnikání považuje:

- osoba podnikající na základě živnostenského oprávnění, tj. vlastníci živnostenský list či koncesní listinu,
- osoba dobrovolně zapsaná v obchodním rejstříku,
- osoba podnikající na základě jiného oprávnění podle zvláštních předpisů (např. daňoví poradci, lékaři, notáři, soudní exekutoři, auditoři, apod.),
- soukromě hospodařící zemědělci zapsaní v evidenci podle zvláštního předpisu.

Fyzická osoba může na základě živnostenského oprávnění, které prokazuje výpisem ze živnostenského rejstříku, provozovat živnost:

- ohlašovací – dále se dělí na řemeslnou, vázanou a volnou,
- koncesovanou.

Právnícká osoba je dle § 20 NOZ organizovaný útvar, o kterém zákon stanoví, že má právní osobnost, nebo jehož právní osobnost zákon uzná a je zapsána ve veřejném rejstříku. Může mít práva a povinnosti, které se slučují s její povahou, bez ohledu na předmět své činnosti. Právnícká osoba vzniká dnem zápisu do veřejného rejstříku.

Obchodní korporace jsou dle zákona o obchodních společnostech a družstvech⁶ (zákon o obchodních korporacích, dále ZOK) **obchodní společnosti** a **družstva**, přičemž nová právní úprava samostatně vymezuje bytová a sociální družstva.

Obchodní společnosti mohou mít formu:

- veřejné obchodní společnosti a komanditní společnosti, tj. *osobní společnosti*,
- společnosti s ručením omezeným a akciové společnosti – tj. *kapitálové společnosti*,
- evropské společnosti a evropského hospodářského zájmového sdružení. Evropské hospodářské zájmové sdružení a evropská společnost jsou upraveny též právem Evropských společenství a zvláštními právními předpisy.

Družstva jsou družstvo a evropská družstevní společnost.

⁶ Zákon č. 90/2012 Sb., o obchodních společnostech a družstvech (zákon o obchodních korporacích)

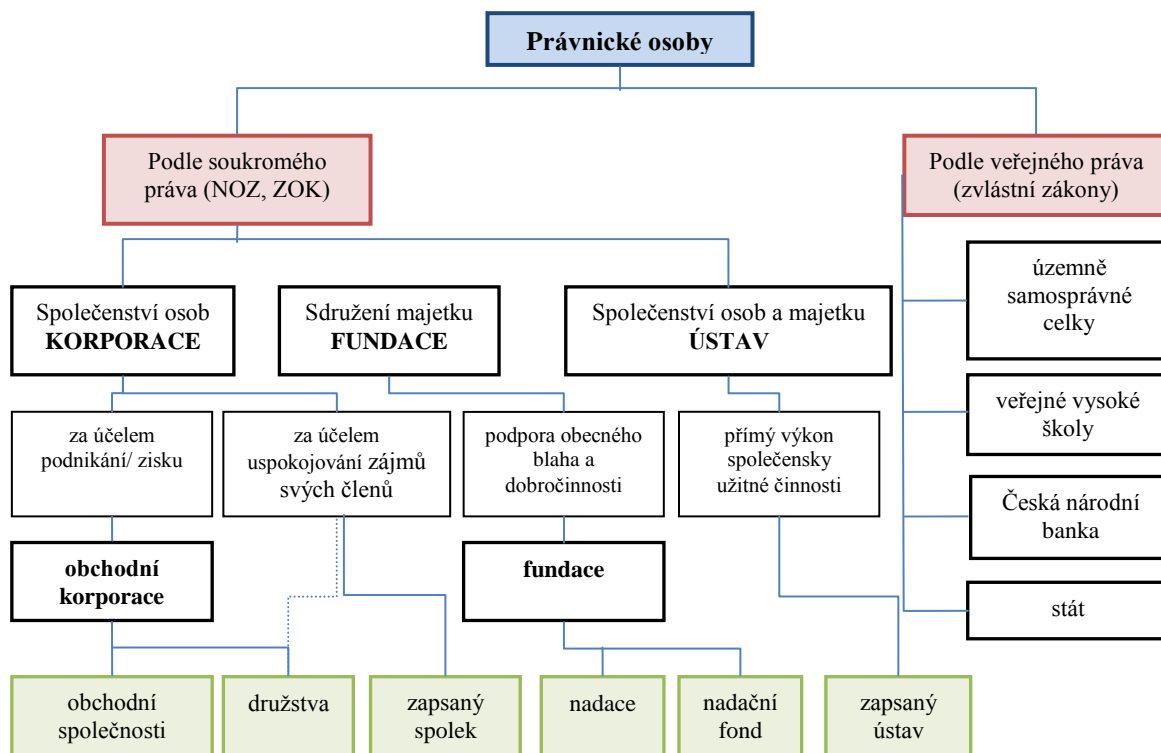
Nový občanský zákoník rozděluje **právnícké osoby** na tři základní skupiny: korporace, fundace a ústavy. Korporace se vyznačují členskou základnou (je to sdružení osob), kdežto fundace majetkovým základem.

Pro **korporace** (§ 210 – 302 NOZ) je příznačné, že je tvoří členové nebo společníci, neboli osobní složka (corpus = tělo). Korporací v pojetí občanského zákoníku je občanské sdružení, nově „spolek“. Obchodním korporacím se věnuje nový zákon o obchodních korporacích.

Pro **fundace** – typicky nadace či nadační fondy (§ 303 – 401 NOZ) je naopak typické, že jejich základ (fundus) tvoří majetek určený k určitému účelu. Fundace je právnická osoba vytvořená majetkem vyčleněným k určitému účelu. Její činnost se váže na účel, k němuž byla zřízena. Může být založena zákonem i právním jednáním osob. Jedná se o souhrnný pojem pro právnické osoby tzv. fondového typu.

V **ústavech** (§ 402 – 418 NOZ) je osobní i majetková složka propojena: ústav nemá členy jako korporace, ale zaměstnance, a majetek ústavu není tak chráněn jako u fundací. Ústavy mohou být soukromoprávní i veřejnoprávní (např. školy, muzea, nemocnice, vědecké nebo výzkumné ústavy).

Obrázek 3.1 shrnuje základní rozdělení právnických osob od 1. 1. 2014.



Obrázek 3.1: Základní členění právníckých osob

Zdroj: vlastní zpracování

3.3 Zisk podniku

Maximalizace zisku podniku je vnímána jako cíl podnikání. **Zisk** představuje kladný rozdíl mezi dosaženými výnosy a vynaloženými náklady (Režňáková, 2012, s. 9). V účetnictví je zisk označován jako **výsledek hospodaření**. Záporný výsledek hospodaření je označován jako ztráta. Rozdíl mezi tržbami za prodané zboží a náklady vynaloženými na prodané zboží tvoří obchodní marži. Od výkonů se odpočítá výkonová spotřeba a k tomuto dílčímu výsledku se připočte obchodní marže, pak je k dispozici tzv. **přidaná hodnota**.

Provozní výsledek hospodaření (provozní zisk) se získá odečtením osobních nákladů, daní a poplatků a odpisů dlouhodobého hmotného a nehmotného majetku od přidané hodnoty. Provozní zisk je často považován za nejdůležitější z hlediska hodnocení provozní výkonnosti podniku. Výše dosahovaného provozního zisku závisí mimo jiné na velikosti a růstu trhu, stabilitě poptávky, možných substitutech, vyjednávací síle zákazníků a dodavatelů.

Finanční výsledek hospodaření obsahuje výnosy a náklady, které souvisí se způsobem financování, s řízením kurzových ztrát, s finančním investováním do cenných papírů apod.

Souhrn provozního a finančního výsledku hospodaření po odečtení daně z příjmů za běžnou činnost je označován jako **výsledek hospodaření za běžnou činnost**. **Výsledek hospodaření za účetní období** se získá přičtením mimořádného výsledku hospodaření. Výsledek hospodaření za účetní období se přenáší do podnikové rozvahy, kde je součástí vlastního kapitálu.

Pro vyjádření míry zhodnocení podnikového kapitálu však není absolutní výše zisku dostatečná, proto jsou ve finančním řízení podniku využívány různé poměrové ukazatele rentability. V rámci finanční analýzy podniku se lze setkat s různými formami zisku (Kislingerová, 2010, s. 67):

- **čistý zisk** neboli **hospodářský výsledek za účetní období** – EAT (*Earnings After Taxes*) – je zisk po zdanění, který je určen k rozdělení mezi akcionáře a podnik,
- **zadržený (reinvestovaný) zisk** (*Retained Earnings*) – tvoří ta část EAT, která zůstala podniku,
- **zisk před zdaněním** - EBT (*Earnings Before Taxes*) – tvoří EAT zvýšený o daň z příjmu za běžnou a mimořádnou činnost,
- **zisk před zdaněním a úroky** – EBIT (*Earnings Before Interest and Taxes*) – tvoří EBT zvýšený o nákladové úroky,
- **zisk před zdaněním, úroky a odpisy** – EBITDA (*Earnings Before Interest, Taxes, Depreciations and Amortization⁷ charges*) – tvoří EBIT plus odpisy,
- **čistý provozní zisk po zdanění** – NOPAT (*Net Operating Profit after Taxes*) – představuje provozní zisk vygenerovaný v souvislosti s hlavní provozní činností podniku, jeho součástí tedy nejsou zisky či ztráty z prodeje dlouhodobého hmotného majetku a zásob, které mají charakter mimořádných položek a nesouvisí s hlavní provozní činností podniku,
- **ekonomický zisk** = *celkový výnos kapitálu – náklady na kapitál*. Rozdíl ekonomického a účetního zisku spočívá v tom, že ekonomický zisk je rozdílem mezi výnosy a ekonomickými náklady, tj. náklady, které kromě účetních nákladů

⁷ Anglický pojem „*depreciations*“ se vztahuje k odpisům dlouhodobého hmotného majetku v americkém účetnictví, termín „*amortizations*“ k dlouhodobému nehmotnému majetku.

zahrnují i tzv. *oportunitní náklady* (náklady ušlých příležitostí). To jsou náklady, které představují výnosy ztracené tím, že zdroje nebyly vynaloženy na nejlepší investiční variantu.

Obrázek 3.2 ilustruje vzájemné vztahy mezi jednotlivými formami zisku.

ZISK
Hospodářský výsledek za účetní období (EAT)
+ daň z příjmů za mimořádnou činnost
+ daň z příjmů za běžnou činnost
= ZISK PŘED ZDANĚNÍM (EBT)
+ nákladové úroky
= ZISK PŘED ÚROKY A ZDANĚNÍM (EBIT)
+ odpisy
= ZISK PŘED ÚROKY, ODPISY A ZDANĚNÍM (EBITDA)

Obrázek 3.2: Přehled nejčastěji používaných kategorií zisku

Zdroj: Kislingerová, E., Manažerské finance, s. 69

3.4 Hodnota podniku a její měření

V současnosti lze v odborné literatuře nalézt dva základní přístupy k měření hodnoty podniku: vlastnický a participační princip (Režňáková, 2012, s. 15).

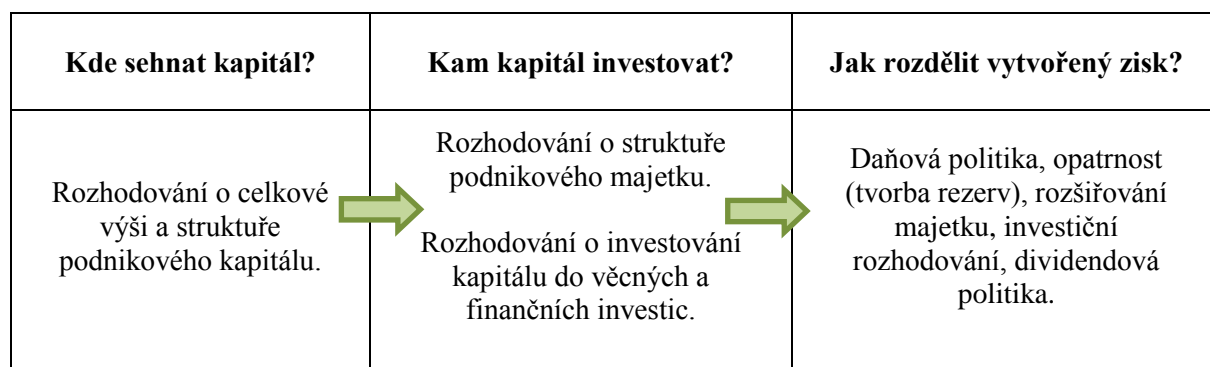
Vlastnický princip, tzv. *shareholder value*, znamená princip tvorby hodnoty pro vlastníky a zdůrazňuje, že cílem podnikání je zvyšování bohatství vlastníků. Tento princip je rozšířený převážně v anglosaských zemích.

Podstatou **participačního principu**, tzv. *stakeholder value*, je vnímání podniku jako množiny vztahů osob zainteresovaných na podnikání, tj. vlastníků, zaměstnanců, odběratelů, dodavatelů, věřitelů a státu, které se podílejí na produkci výrobků a služeb podniku. Jednotlivé skupiny sledují rozdílné cíle v rozhodování a v nakládání s vytvořeným ziskem. Společným zájmem všech zájmových skupin však je trvalý udržitelný rozvoj podniku, v rámci něhož dochází k rozdělení dosahovaného efektu mezi jednotlivé skupiny.

Hodnota podniku je dána současnou hodnotou budoucích výnosů, které získávají investoři a věřitelé po uspokojení potřeb ostatních subjektů zainteresovaných na podnikání (Režňáková, 2012, s. 16). Z toho vychází koncept **hodnotového managementu** (*value based management*), jehož podstatou je orientace na řízení hodnoty podniku, která se odvozuje od schopnosti podniku generovat budoucí výnosy. Mezi převládající přístupy k určování hodnoty podniku v teorii i praxi patří modely: *model diskontovaného volného cash flow*, *model ekonomické přidané hodnoty* (EVA) a *model kapitalizovaných čistých výnosů*.

3.5 Finanční řízení (management) podniku

Nývtová a Marinič (2010) definují finanční řízení podniku jako „výběr optimální varianty získávání externích (a následně i interních) zdrojů financování a jejich užití z hlediska základních finančních cílů podnikání s přihlédnutím k různým omezujícím podmínkám“ (viz obrázek 3.3). Za součást finančního managementu podniku rovněž bývá považována finanční analýza podniku, oceňování a finanční plánování.



Obrázek 3.3: Klíčové otázky a oblasti finančního řízení

Zdroj: Nývtová, R., Marinič, P., Finanční řízení podniku, s. 11

Předmětem zkoumání této disertační práce je obsah prvního rámečku zleva na obrázku 3.3, „Rozhodování o celkové výši a struktuře podnikového kapitálu“ – jinými slovy „rozhodování o zdrojích financování“. Protože není možné sledovat zdroje financování odděleně od ostatních součástí finančního managementu, je záběr disertační práce v určitých oblastech rozšířen na celé finanční řízení.

3.6 Základní principy finančního řízení podniku

Finanční rozhodování podniku v praxi vždy odráží i určité teoretické přístupy, jejichž obecné shrnutí dává možnost stanovit základní principy, které jsou v těchto rozhodnutích uplatňovány.

3.6.1 Optimalizace kapitálové struktury

„Optimální kapitálovou strukturu je možné definovat jako takové složení dlouhodobého kapitálu podniku, při němž jsou průměrné náklady kapitálu minimální. V rámci moderních kritérií hodnocení výkonnosti podniku (EVA, MVA), i v případě výnosových metod oceňování podniku, jsou totiž náklady kapitálu položkou snižující výslednou hodnotu“. (Nývltová a Marinič, 2010, s. 122)

Nejběžnějším **důvodem pro použití cizího kapitálu v podniku** obvykle je, že podnikatel nedisponuje dostatečným vlastním kapitálem, který potřebuje pro založení podniku, případně nedisponuje potřebným kapitálem v čase, kdy ho aktuálně potřebuje (např. na nákup surovin, materiálu, výplatu mezd, apod.). Následně ale cizí kapitál může podniku umožnit aktivity, které by jinak uskutečnit nemohl. Zároveň při použití cizího kapitálu se podnikatel nemusí dělit o své řídicí pravomoci, jako by tomu bylo například v případě, že by získal dodatečné zdroje přijetím nového společníka (společníků).

Jedním z nejvýraznějších pozitivních argumentů pro použití cizího kapitálu je, že: *„cizí kapitál je většinou levnější než kapitál vlastní a jeho použití tudíž zvyšuje rentabilitu podniku.“* (Synek, 2007, s. 54) Hlavním důvodem vyšší ceny vlastního kapitálu (oproti ceně kapitálu cizího) je vyšší riziko, které podstupuje vlastník oproti věřiteli. Při rozdělování zisku i celého podniku v případě likvidace je vlastník právě tím subjektem, který stojí při uspokojování nároků na posledním místě.

Glen Arnold v Corporate Financial Management (2013, s. 515) dále uvádí, že věřitelé na rozdíl od vlastníků nezískávají podíl na dodatečném zisku při úspěchu společnosti. Zároveň nemají hlasovací práva, ale svoji pozici si ochraňují pomocí striktních smluvních podmínek v úvěrových smlouvách.

Mezi nejčastější argumenty **proti většímu používání cizího kapitálu** patří, že cizí kapitál zvyšuje zadluženost podniku a tím snižuje jeho finanční stabilitu. Zároveň každý další dluh je dražší a je těžší ho získat, protože potenciální věřitelé se obávají o svůj kapitál v případě likvidace vysoce zadluženého podniku. Vysoký podíl cizího kapitálu také omezuje jednání managementu, které musí být přizpůsobeno věřitelům.

V praxi většina podnikatelů používá větší či menší objem cizího kapitálu. Poměr mezi vlastním a cizím kapitálem závisí na mnoha faktorech. Jedním z nich je odvětví, ve kterém podnikatel působí. Synek (2007, s. 55) uvádí, že v průmyslových podnicích většinou převládá vlastní kapitál, u obchodních firem je poměr přibližně stejný a u finančních institucí výrazně převládá kapitál cizí. Dále záleží na úrokových mírách bank, na celkové finanční stabilitě podniku, postavení na trhu, legislativních nařízeních, daňových podmínkách, apod. V neposlední řadě záleží i na subjektivním postoji podnikatele či manažerů. Nalezení optimálního poměru mezi vlastním a cizím kapitálem je stále předmětem řady diskusí a zkoumání.

Mezi pozitivní efekty použití cizího kapitálu patří **zvýšení rentability (výnosnosti) vlastního kapitálu při použití cizích zdrojů**. To je způsobeno použitím levnějších cizích zdrojů a tzv. daňovým efektem.

Daňový efekt (daňový štít, *Tax Shield*) je založen na faktu, že úroky z cizích zdrojů snižují daňové zatížení podniku, protože úrok jako součást nákladů snižuje zisk, ze kterého se platí daně. Daňový štít však působí pouze tehdy, pokud podnik dosahuje zisk. Skutečná cena cizího kapitálu neboli skutečná úroková míra je dána vztahem 3-1. (Synek, 2007, s. 55)

$$\text{náklady na cizí zdroje} = \text{úroková míra} \times (1 - \text{sazba daně}) \quad (3-1)$$

Efekt tzv. **finanční páky** (*Financial Leverage*) obecně vyjadřuje, že použití cizích zdrojů „zvedá“ rentabilitu vlastního kapitálu podobně jako páka zvedá břemeno (Kožená, 2007, 108). Toto platí pouze v případě, že výnosnost aktiv podniku je vyšší než náklady na cizí kapitál.

3.6.2 Náklady kapitálu jako východisko optimální kapitálové struktury

Pro stanovení optimálního poměru mezi vlastním a cizím kapitálem je třeba definovat a znát náklady jednotlivých složek kapitálu. Náklady kapitálu se obvykle vyjadřují v procentech z hodnoty vloženého kapitálu. Jelikož podnik obvykle používá více druhů různých zdrojů, používá se průměrná sazba těchto nákladů, která se počítá pomocí váženého aritmetického průměru.

Tzv. **vážené průměrné náklady na kapitál** (WACC, *Weighted Average Cost of Capital*) vyjadřují, kolik procent ze zpoplatněného (úročeného) podnikem využívaného kapitálu stojí podnik právě využívání kapitálu. (Scholleová, 2008, s. 54)

$$WACC = r_d \times (1 - t) \times \frac{D}{C} + r_e \times \frac{E}{C} \quad (3-2)$$

kde r_d je úroková míra placená z cizího kapitálu (cizích zdrojů),
 t je sazba daně z příjmu,
 D je úročený cizí kapitál,
 r_e je požadovaná procentní výnosnost vlastního kapitálu,
 E je vlastní kapitál,
 C je celkový zpoplatněný kapitál, musí platit $C = D + E$.

Uvedený vzorec je pouze vzorcem základním, v literatuře lze nalézt i jiné postupy výpočtu nákladů na kapitál, navíc je možné přidávat i podrobnější výčet finančních zdrojů, např. náklady na prioritní akcie apod.

Obecně náklady kapitálu závisí na (Jindřichovská, 2013, s. 123):

- *Ekonomických faktorech* – ty představuje nabídka a poptávka po peněžních prostředcích a inflace. Tyto faktory spoluurčují bezrizikovou sazbu.
- *Podmínkách na kapitálovém trhu* – ty jsou dané vnímaným rizikem podniku a prodejností podnikových cenných papírů.
- *Firemních podnikatelských a finančních rozhodnutích* – ty určují podnikatelské a finanční riziko.
- *Objemu financování* – je dán objemem peněz k financování investic. Tato skupina faktorů spoluurčuje rizikovou prémii.

Firemní zdroje se skládají z jednotlivých komponent kapitálové struktury dlouhodobých závazků, prioritních akcií a kmenových akcií.

A. Náklady dluhu

Nákladem dluhového kapitálu, tj. kapitálu získaného formou bankovního úvěru nebo emisí dluhopisů, je úrok, který musí podnik platit svým věřitelům, snížený o úsporu na dani z příjmů (v důsledku daňové znatelnosti nákladových úroků).

Vztah pro vyjádření nákladů dluhu z úrokové sazby je následující:

$$R_D = i * (1 - T), \quad (3-3)$$

kde: R_D jsou náklady dluhového kapitálu,
 D je výše dluhu v Kč,
 i je úroková sazba z dluhu (úvěru) poskytnutého věřiteli v %,
 T je koeficient daně z příjmů.

Zisk podniku a daňový základ se ovšem v praxi málokdy rovnají, proto vyhlášená sazba daně z příjmů násobená ziskem nepředstavuje skutečnou daňovou zátěž podniku. Skutečná sazba daně z příjmů ve vztahu k zisku je označovaná termínem *efektivní (mezní) sazba daně z příjmů* podniku. Tuto sazbu lze odhadnout jako poměr placené daně z příjmů a zisku před zdaněním (Režňáková, 2012, s. 112):

$$T_P = 1 - \frac{EAT}{EBT}, \quad (3-4)$$

kde: T_P je koeficient efektivní podnikové sazby daně z příjmů,
 EAT je zisk po zdanění (*Earnings After Tax*),
 EBT je zisk před zdaněním (*Earnings Before Tax*).

Poměr EAT/EBT je označován pojmem daňová zátěž.

Skutečná úspora na dani z příjmů neboli úrokový daňový štít je pak dán vztahem 3-5:

$$ITS = i * D * T_P, \quad (3-5)$$

kde: ITS je úrokový daňový štít (*Interest Tax Shield*).

Pro výpočet **nákladů spojených s bankovním úvěrem** je třeba vzít v úvahu kromě placeného úroku i poplatky za vedení účtu a další poplatky, například poplatky spojené se získáním zajištění úvěru, případně se zřizováním zástavního práva. Za předpokladu, že i další poplatky spojené s poskytnutím bankovního úvěru jsou nákladem snižujícím daňový základ a že platba úroků, úmoru i poplatků probíhá současně, pak je možné stanovit zjednodušený model peněžních toků spojených s poskytnutím úvěru (Režňáková, 2012, s. 113):

$$Dluh_0 = P_0 \cdot (1 - T_P) + \sum_{t=1}^n \frac{(\text{úrok}_t + \text{poplatky}_t) \cdot (1 - T_P)}{(1+i)^{t/f}} + \sum_{t=1}^n \frac{\text{úmor}}{(1+i)^{t/f}}, \quad (3-6)$$

kde: $Dluh_0$ je výše úvěru získaného jednorázově na začátku úvěrového vztahu,
 P_0 je výše poplatků spojená s vyřízením úvěru,
 úrok_t je výše úroku placená v měsíci t ,
 poplatky_t jsou poplatky spojené s vedením účtu v měsíci t ,
 úmor_t je splátka dluhu placená v měsíci t ,
 T_P je koeficient efektivní podnikové daně z příjmů,
 f je frekvence splácení (měsíčně, čtvrtletně apod.),
 n je počet plateb bance za celou dobu splatnosti úvěru,
 i je výnosová míra dosažená z investice popsané modelem, tj. **náklad kapitálu bankovního úvěru**, který je možné získat pomocí lineární interpolace nebo tabulkového kalkulátoru.

Obdobně jako u úvěru je i u **emise dluhopisů** možné určit náklady tohoto druhu kapitálu pomocí vyjádření peněžních toků po dobu jejich životnosti. Investor platí emitentovi při zakoupení dluhopisu cenu ve výši emisního kurzu, v průběhu životnosti dluhopisu získává úrokový výnos ve formě kupónových plateb a na konci doby životnosti dluhopisu mu emitent vyplatí nominální hodnotu. Emitent má s emisí dluhopisů ještě další náklady, například náklady spojené s rozesíláním úrokových plateb majitelům dluhopisů, či poplatky emisním zprostředkovatelům. Tyto další náklady jsou daňově uznatelné. Peněžní toky spojené s emitováním dluhopisů a jejich používání v podniku po dobu jejich životnosti je možné znázornit následujícím modelem (Režňáková, 2012, s. 115):

$$D_0 - EN_0 \cdot (1 - T_P) = \sum_{t=1}^n \frac{(U_t + P_t) \cdot (1 - T_P)}{(1+i)^t} + \frac{NH}{(1+i)^n}, \quad (3-7)$$

kde: D_0 je hodnota dluhu získaná při emisi dluhopisu (emisní kurz*počet emitovaných dluhopisů),
 EN_0 jsou emisní náklady spojené s emisí dluhopisů,
 U_t jsou úroky z dluhopisů placené v jednotlivých letech životnosti dluhopisů,
 P_t jsou další poplatky,
 T_P je koeficient efektivní podnikové sazby daně z příjmů,
 NH je nominální hodnota emitovaných dluhopisů,
 t jsou jednotlivé roky doby životnosti dluhopisů,
 n je doba splatnosti dluhopisů,
 i je výnosová míra dosažená z investice popsané modelem, tj. **náklad kapitálu emise dluhopisů**.

Tento model má univerzální charakter a je použitelný pro všechny druhy dluhopisů.

B. Náklady vlastního kapitálu

Náklady na vlastní kapitál jsou pro podnik vyšší než náklady na kapitál cizí, protože nákladové úroky jsou daňově uznatelnými náklady a fungují jako daňový štít. Dalším důvodem je riziko, které podstupuje vlastník podniku tím, že své prostředky vkládá do podniku na neomezenou dobu, přičemž výnos není dopředu zaručen. Za toto riziko vlastník požaduje k bezrizikové výnosové sazbě i přírůzek za riziko. Oproti tomu v případě dluhu má věřitel zaručený pravidelný úrokový výnos bez ohledu na rizikovost dlužníka a tyto prostředky vkládá pouze na předem stanovenou dobu.

Určení nákladů vlastního kapitálu je v praxi poměrně obtížný úkol. Existuje řada metod pro určení nákladů na vlastní kapitál, přičemž volba vhodné metody pro podnik závisí na dostupnosti dat, tržních podmínkách a vyspělosti kapitálových trhů.

Mezi základní metody, které se používají pro odhad nákladů vlastního kapitálu, patří:

a. Model oceňování kapitálových aktiv CAPM (*Capital Asset Pricing Model*)

Model CAPM je velmi často využívaným modelem ke stanovení nákladů na vlastní kapitál v anglosaských zemích. Model může sloužit i jako nástroj stanovení očekávané výnosnosti a rizika investorů do podnikových cenných papírů. Tento model vychází z teorie portfolia, založené na předpokladu existence dokonalého kapitálového trhu. Byl navržen v 50. letech

H. Markowitzem. Náklady kapitálu je možné pomocí modelu CAPM odhadnout pro podniky, jejichž akcie jsou obchodované na burze.

Pomocí tohoto modelu lze odhadovat i očekávaný výnos každého aktiva na kapitálovém trhu, kdy výnos každého aktiva je vyjádřen ve vztahu k výnosu a riziku trhu jako celku. Mezi výnosem a rizikem aktiva je předpokládán lineární vztah měřený prostřednictvím koeficientu beta. Model pak funguje na základě seřazení všech aktiv na jednu přímku, v prostoru rizika a výnosu. Tento vztah je možné zachytit pomocí přímky cenných papírů SML (*Security Market Line*).

Model CAPM stanoví očekávanou výnosnost, která odpovídá nákladům vlastního kapitálu dle vztahu (Brooks, 2013, s. 268):

$$R_{E(I)} = R_F + \beta_I * (R_M - R_F), \quad (3-8)$$

kde: $r_{E(i)}$ je **očekávaná výnosnost vlastního kapitálu**,

r_f je bezriziková výnosová míra (dána výnosem státních dluhopisů do doby splatnosti, nebo je možné použít hodnoty navržené na webových stránkách Ministerstva průmyslu a obchodu, kde jsou tyto míry definovány),

r_m je očekávaný výnos tržního portfolia,

β_i je koeficient citlivosti dodatečného výnosu vlastního kapitálu na dodatečný výnos tržního portfolia tzn. je mírou systematického (tržního) rizika cenného papíru relativně k riziku kapitálového trhu (pokud $\beta_i = 1$, potom daný cenný papír má stejné riziko jako trh a investor dosahuje výnosu r_m).

Konkrétní určení koeficientu je velmi složité a to zejména ve vztahu k malé rozvinutosti českého akciového trhu. Obvykle se při jeho definování přistupuje k využití již známých informací z jiných trhů např. z amerického nebo evropského. Ten je obvykle upraven o vliv kapitálové struktury konkrétního podniku. Koeficient beta je upraven na tzv. Unleveraged Beta, tj. nulové zadlužení podle vzorce 3-10 (Kislingerová, 2010, s. 254):

$$\beta_{leveraged} = \beta_{unleveraged} \cdot \left(1 + (1 - t) \frac{D}{E}\right), \quad (3-9)$$

$$\beta_{unleveraged} = \frac{\beta_{leveraged}}{1 + (1 - t) \cdot \frac{D}{E}}, \quad (3-10)$$

Kde: $\beta_{leveraged}$	je beta koeficient včetně finanční páky,
$\beta_{unleveraged}$	je beta koeficient bez finanční páky,
D	jsou cizí zdroje, kapitál věřitelů v tržním vyjádření,
E	je vlastní kapitál, kapitál akcionářů v tržním vyjádření,
t	je daňová sazba.

Pro odhad koeficientu β veřejně neobchodovaných podniků se používají úpravy modelu CAPM pomocí expertních úprav konstant. To z tohoto modelu dělá expertní odhad – nejedná se již o aplikaci modelu CAPM. Podnik tak klasifikujeme podle vybraných kritérií, např. pozice vůči dodavatelům, pozice vůči zákazníkům, produktivní síly podniku, zadluženosti podniku, podílu fixních nákladů na nákladech podniku atd. Je možno použít odhad rizika pomocí vybraných poměrů tržní ceny a fundamentálního ukazatele (např. tržní cena akcie/tržby na akcii). Poměry tržní ceny k hodnotám různých fundamentálních ukazatelů však často vedou k různým výsledkům hodnocení rizika (MPO, 2013).

b. Dividendový diskontní model

Dividendový diskontní model je vhodný pro oceňování akcií. Tržní cena akcie je v modelu stanovena jako současná hodnota všech budoucích dividend z této akcie v jednotlivých letech.

Za předpokladu nekonečně dlouhé držby akcie a konstantní hodnoty dividendy lze určit tržní cenu akcie obdobně jako u věčných obligací tzv. perpetuit. V tom případě pak vztah pro určení nákladů na vlastní kapitál, které odpovídají očekávané výnosnosti akcií, je následující (Brooks, 2013, s. 217):

$$r_E = \frac{DIV}{\text{tržní cena akcie}}, \quad (3-11)$$

kde: DIV je výše dividendy,

r_E je požadovaná (očekávaná) výnosnost akcie = náklady na vlastní kapitál.

Za předpokladu konstantního růstu dividendy v dalších letech tempem g , se vztah pro výpočet nákladů kapitálu změní na Gordonův dividendový model s konstantním růstem takto (Brooks, 2013, s. 221):

$$r_E = \frac{DIV}{\text{tržní cena akcie}} + g, \quad (3-12)$$

kde: g je tempo růstu dividend.

c. Arbitrážní model oceňování APM (*Arbitrage Pricing Model*)

Teorie arbitrážního oceňování je alternativním přístupem k oceňování kapitálových aktiv, jehož autorem je americký ekonom Stephen Ross. Oproti modelu CAPM teorie arbitrážního oceňování pracuje s lineárním vícefaktorovým modelem, který obsahuje libovolný počet faktorů mikroekonomického (např. rentabilita, zadluženost, likvidita, velikost firmy) i makroekonomického (např. HDP, inflace) charakteru.

Obecně lze model APM zapsat ve tvaru rovnice 3-13 (Dluhošová, 2011, s. 122):

$$e_r = r_f + \sum_j \beta_{Ej} [r_j - r_f], \quad (3-13)$$

kde: β_{Ej} je koeficient citlivosti dodatečného výnosu vlastního kapitálu na dodatečný výnos j -tého faktoru,
 r_j je očekávaný výnos j -tého faktoru.

Z tohoto pohledu je CAPM pouze speciálním případem APM s jedním faktorem r_m . Nicméně rozdíl není pouze v počtu faktorů, ale hlavně v předpokladech, ze kterých modely vycházejí. APM neklade žádné předpoklady na preference investorů ani na tržní portfolio. Arbitrážní teorie pouze jednoduše ukazuje, že očekávaný výnos aktiva musí odpovídat lineární kombinaci faktorů určujících výnos. V opačném případě by bylo možné arbitráží dosáhnout kladného zisku, což není na dokonale konkurenčních trzích dlouhodobě možné. Samotná teorie neříká nic o tom, jaké faktory ovlivňují výnosy aktiv. Ty je potřeba empiricky zjistit a pro různé trhy i periody se mohou lišit. Tento fakt i složitější odhad modelu jsou pravděpodobně důvodem, proč v praxi stále převažuje používání CAPM.

d. Stavebnicové modely

Stavebnicová metoda je založena na co možná nejúplnějším zachycení konkrétních faktorů rizika pro daný podnik. Konkrétní rizika, která mohou nabývat různých vah důležitosti, jsou ohodnocena stupněm rizika a následně převedena na rizikovou přírážku. Jádro stavebnicového modelu je opět velmi podobné modelu CAPM, avšak k základní složce bezrizikového výnosu jsou připočítány ještě další přírážky vyjadřující určitý aspekt rizika.

$$R_E = R_F + R_{OBCH} + R_{FIN} + R_{LIK}, \quad (3-14)$$

kde: R_{OBCH} je přírážka za obchodní riziko,
 R_{FIN} přírážka za finanční riziko,
 R_{LIK} přírážka za sníženou likviditu.

Stavebnicová metoda je svou podstatou metodou směřující k postižení úplného rizika, jak rizika systematického, tak rizika nesystematického. Při porovnání s výsledky CAPM by míra nákladů na vlastní kapitál podle stavebnicové metody měla být vyšší o rozdíl, který tvoří nesystematické riziko.

Model INFA

Stanovení nákladů vlastního kapitálu pomocí stavebnicového modelu je i součástí přístupu uplatňovaného Ministerstvem průmyslu a obchodu ČR při analýzách podnikové sféry orientovaných na stanovení ekonomické přidané hodnoty (EVA). Benchmarkingový diagnostický systém finančních indikátorů INFA je výsledkem spolupráce Ministerstva průmyslu a obchodu (MPO, 2012) s Inkou a Ivanem Neumaierovými, kteří jsou autory metodiky. Tento model se neustále vyvíjí. Jeho poslední verze vychází z předpokladu modelu MM II.

Náklady vlastního kapitálu se podle modelu INFA stanovují jako součet bezrizikové výnosové míry a rizikové premie. Rizikovou premii tvoří čtyři složky, jejichž hodnoty se určují na základě určitých poměrových ukazatelů (riziková premie zahrnuje v tomto případě jak systematické, tak specifické riziko). Náklady na vlastní kapitál lze určit pomocí rizikových přírážek takto (Dluhošová, 2011, s. 123):

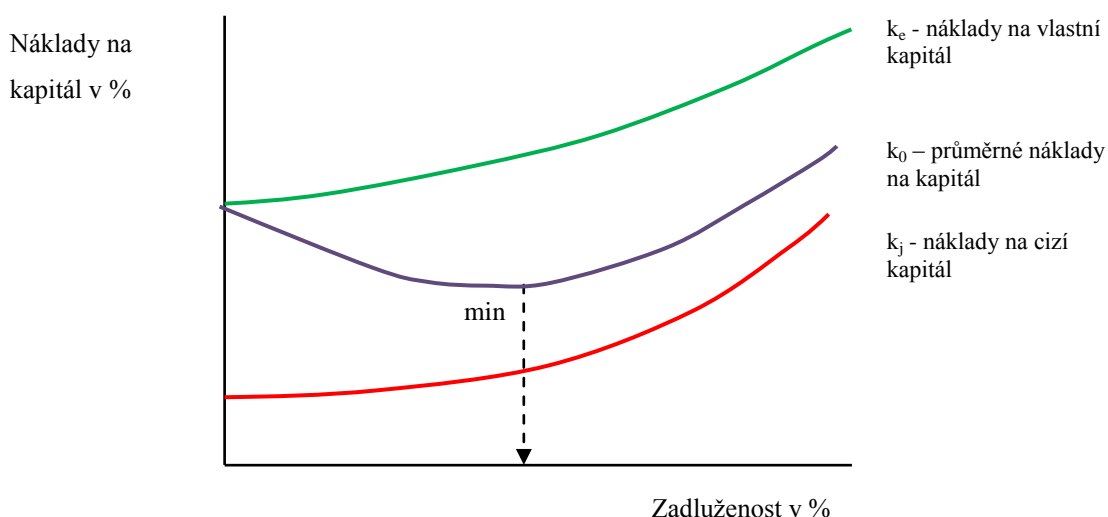
$$R_E = WACC_U + R_{FINSTRU} = R_F + R_{POD} + R_{FINSTAB} + R_{LA} + R_{FINSTRU}, \quad (3-15)$$

kde: $WACC_U$ jsou náklady celkového kapitálu nezadlužené firmy.

Bezriziková sazba (R_F) je stanovena jako výnos 10letých státních dluhopisů. **Riziková přírážka za finanční stabilitu** ($R_{FINSTAB}$) charakterizuje vztahy životnosti aktiv a pasiv a je navázána na likviditu. **Riziková přírážka za velikost podniku** (R_{LA}) je navázána na velikost úplatných zdrojů podniku, tj. na součet vlastního kapitálu, bankovních úvěrů a dluhopisů. **Riziková přírážka za podnikatelské riziko podniku** (R_{POD}) je navázána na ukazatel produkční síly ($EBIT/aktiva$), její dostatečnou velikost (tzn. splnění podmínky pro

práci s cizím kapitálem) a předmět činnosti podniku. **Riziková přirážka za finanční strukturu** (R_{FINSTRU}) je rozdílem R_E a WACC.

Cílem podnikatele by měla být volba takové kapitálové struktury, aby byly celkové vážené náklady na kapitál minimální. Velikost WACC závisí na nákladech cizího kapitálu (úroku požadovaném věřitelem), nákladech vlastního kapitálu (nákladem vlastního kapitálu je požadovaná výnosnost vlastníka), kapitálové struktury (míře zadlužení) a míře zdanění, která zlevňuje úroky. Náklady na jednotlivé složky kapitálu však nejsou konstantní, ale mění se se změnou míry zadlužení – při větší míře zadlužení obvykle rostou, protože roste riziko vlastníka i věřitele – viz obrázek 3.4.



Obrázek 3.4: Optimální kapitálová struktura

Zdroj: Synek, M., Manažerská ekonomika, s. 57.

Optimální kapitálová struktura je dána minimem funkce WACC – vážených průměrných nákladů na kapitál. V grafu je vidět, že s rostoucím zadlužením nejprve průměrné náklady na kapitál klesají, posléze však s růstem rizika a požadovaného výnosu investorů rostou.

Některé zdroje, například Kolb a DeMong, okrajově zmiňují i tzv. **vážené marginální (mezní) náklady na kapitál** (WMCC, *Weighted Marginal Cost of Capital*), které udávají náklady na dodatečnou jednotku kapitálu. Autoři uvádějí, že WMCC závisí v určité míře na objemu požadovaného kapitálu v daném čase. Z toho vyplývá, že vážené marginální náklady na kapitál nemusí být vždy konstantní – jsou konstantní pouze do určitého okamžiku, tzv. bodu zvratu, kdy WMCC vzroste. K nárůstu dojde například v případě, že

náklady na vydání nových akcií jsou vyšší než obdržené zisky. Autoři poukazují na to, že i WMCC by měly být brány v úvahu při hodnocení investičních projektů v případech, kdy vážené marginální náklady na kapitál jsou za bodem zvratu a začínají růst. Pokud se ale jedná o minimální rozdíl v nákladech, není třeba tomuto problému v praxi věnovat větší pozornost (Kolb a DeMong, 1988, s. 337-340).

3.6.3 Bilanční pravidla a jejich úloha ve finančním řízení podniku

Pro vyvážené financování byla stanovena tzv. bilanční pravidla, která nastavují doporučení týkající se kapitálové struktury. Jedná se pouze o doporučení, protože praxi není možné všechna pravidla dodržovat najednou.

Tzv. **zlaté bilanční pravidlo** (Scholleová, 2008, s. 60) říká, že dlouhodobý majetek by měl být financován z dlouhodobých zdrojů (tj. z vlastního a z dlouhodobého cizího kapitálu) a krátkodobý majetek z krátkodobých zdrojů (viz obrázek 3.5). Jedná se pouze o teoretické doporučení, v praxi podnik málokdy neustále sleduje rovnost příslušných složek aktiv a pasiv. Pokud podnik využívá dlouhodobý kapitál i k financování krátkodobých aktiv, je to dražší, ale méně rizikové financování, nazývané jako konzervativní. Většinou ho používají menší podniky. V případě, že podnik využívá krátkodobé zdroje i na financování dlouhodobých aktiv, jedná se o financování více rizikové, ale levné – tzv. agresivní financování. Využívají ho především velké podniky s dobrým postavením na trhu.

Aktiva		Pasiva
Dlouhodobý majetek	↔	Vlastní kapitál Dlouhodobý cizí kapitál
Oběžný majetek	↔	Krátkodobý cizí kapitál

Obrázek 3.5: Časová sladěnost zdrojů majetku

Zdroj: Scholleová, H., Ekonomické a finanční řízení pro neekonomy, s. 60

Pravidlo vyrovnaní rizika říká, že v podniku by měly být využívány vlastní i cizí zdroje, s podmínkou, že vlastní zdroje převyšují cizí (bez ohledu na časovou vázanost). (Scholleová, 2008, s. 62)

Pari pravidlo zpřesňuje kritérium zlatého bilančního pravidla a říká, že vlastní kapitál by měl financovat dlouhodobý majetek, ale měl by se použít i dlouhodobý cizí kapitál, což

znamená, že vlastního kapitálu by mělo být v podniku méně než dlouhodobého majetku (v krajním případě se mohou rovnat).

Růstové pravidlo doporučuje, aby tempo růstu investic nepředbíhalo tempo růstu tržeb (Scholleová, 2008, s. 64). Dodržování tohoto pravidla má význam spíše z dlouhodobého hlediska, protože investice mají dlouhodobější charakter a tržby z investic mohou mít zpomalený náběh.

3.6.4 Bod indifferencí kapitálové struktury podniku jako rozhodovací kritérium

V souvislosti s optimalizací kapitálové struktury a v návaznosti na efekty finanční páky odborná literatura zmiňuje i tzv. **bod indifferencí kapitálové struktury**. Tento bod udává takovou výši zisku, od které je financování cizím kapitálem výhodné. Nízká či nestabilní ziskovost zvyšuje finanční riziko, protože snižuje pravděpodobnost schopnosti splácet náklady dluhu.

Bod indifferencí kapitálové struktury „představuje takovou úroveň zisku před zdaněním a nákladovými úroky, při které je zisk na akcii (resp. rentabilita vlastního kapitálu) stejný při použití dluhu jako při použití vlastního kapitálu,“ a je dán vztahem 3-16 (Nývtová a Marinič, 2010, s. 123):

$$\frac{EBIT_{IND} \cdot (1-t)}{A_V} = \frac{(EBIT_{IND} - U) \cdot (1-t)}{A_D}, \quad (3-16)$$

kde	$EBIT_{IND}$	je zisk před zdaněním a nákladovými úroky v bodě indifferencí,
	t	je sazba daně z příjmů,
	U	jsou úroky cizího kapitálu,
	A_V	je celkový počet emitovaných akcií při financování vlastním kapitálem,
	A_D	je celkový počet emitovaných akcií při financování cizím kapitálem.

Kislingerová definuje bod indifferencí jako bod, kdy při dané velikosti zisku EBIT, stabilní úrokové míře r_d a stabilní sazbě daně ze zisku t podnik dosahuje stabilní rentability vlastního kapitálu. Kapitálová struktura podniku je za daných podmínek nepodstatná (Kislingerová, 2010, s. 395).

$$\frac{(EBIT_{IND} - r_d \cdot D_1) \cdot (1-t)}{(E_1 + D_1) - D_1} = \frac{(EBIT_{IND} - r_d \cdot D_2) \cdot (1-t)}{(E_2 + D_2) - D_2}, \quad (3-17)$$

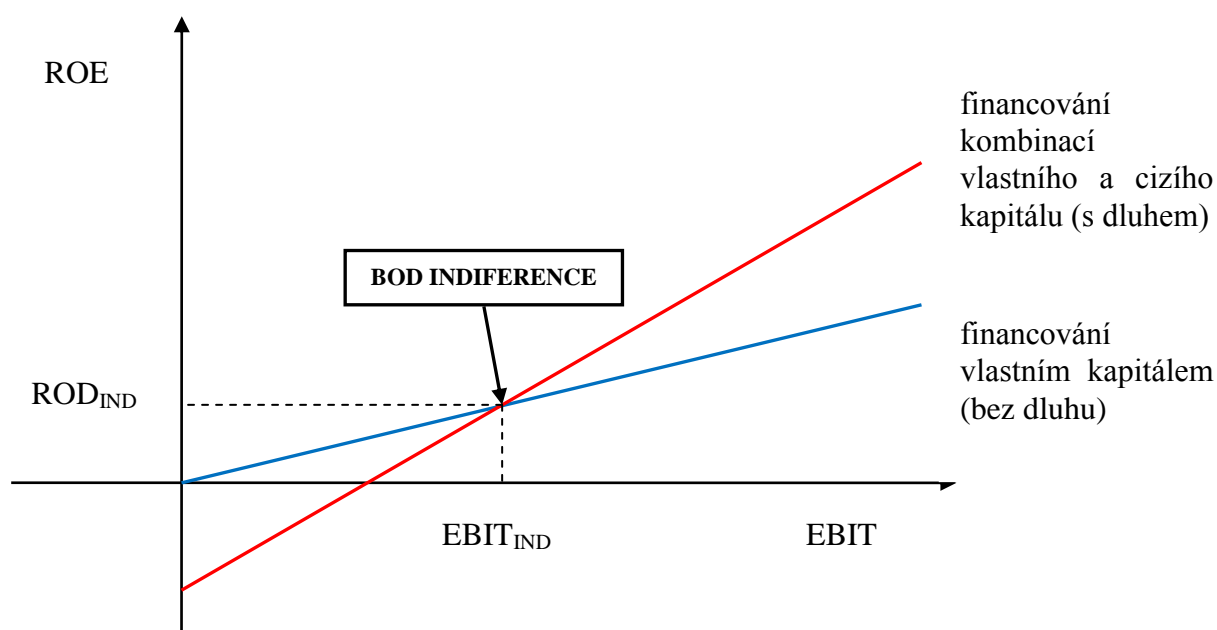
$$EBIT_{IND} = r_d \cdot (E_1 + D_1). \quad (3-18)$$

ROE odpovídající velikosti $EBIT_{IND}$ má hodnotu $r_d \cdot (1-t)$.

Kde E představuje vlastní kapitál,

D je cizí kapitál.

Při $EBIT > r_d \cdot (E_1 + D_1)$ je možné uvažovat o pozitivním vlivu finanční páky a o přiměřeném zvýšení zadluženosti a naopak, protože by tím došlo ke snížení rentability vlastního kapitálu. Graficky tyto vztahy znázorňuje obrázek 3.6.



Obrázek 3.6: Bod indifferencí kapitálové struktury (dle Kislingerové)

Zdroj: Kislingerová, E. a kol. Manažerské finance, s. 396

Z analýzy bodu indifferencí vyplývá, že rozhodování podniku o kapitálové struktuře by mělo primárně záviset na objemu produkce realizované na trhu, na výši a struktuře nákladů spjatých s danou produkcí a z toho vyplývajícím zisku EBIT. Pokud podnik dosahuje nízkých tržeb i nízkého zisku, pak by se neměl příliš zadlužovat z hlediska zachování dlouhodobé rentability, protože zvýšení podílu dluhu na celkových zdrojích snižuje v této

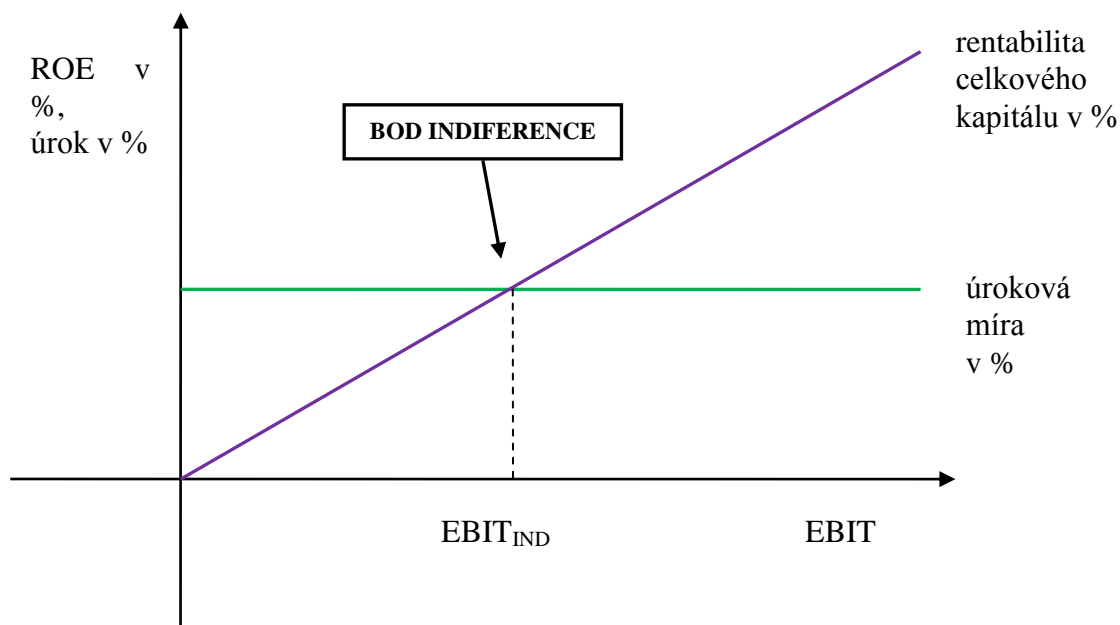
situaci rentabilitu vlastního kapitálu a znamená růst finančního rizika. Pokud podnik dosahuje dostatečných tržeb i zisku, může použitím cizího kapitálu (dluhu) zvýšit rentabilitu vlastního kapitálu. To ale platí pouze do té míry zadluženosti, která vyplývá z bodu indifference. Zároveň by podnik neměl překročit doporučené maximální míry zadluženosti uváděné pro jednotlivá odvětví a obory.

Bod indifference kapitálové struktury je možné dle Valacha (vztah 3-19) získat i tak, že úrokovým koeficientem vynásobíme celkový kapitál podniku (Valach, 2001, s. 298):

$$Z_u = i * K, \quad (3-19)$$

kde Z_u je zisk před úroky a zdaněním = bod indifference,
 i je úrokový koeficient (úroková míra/100),
 K je celkový kapitál.

V tomto případě je pak bod indifference kapitálové struktury možné definovat jako takovou výši zisku před úroky a zdaněním, při níž rentabilita celkového kapitálu (zisk před úroky a zdaněním/ celkový kapitál * 100) se rovná úrokové míře, placené z použitého dluhu (Valach, 2001, s. 297). Graficky takto definovaný bod indifference znázorňuje obrázek 3.7.



Obrázek 3.7: Bod indifference kapitálové struktury (dle Valacha)
Zdroj: Valach, J. Investiční rozhodování a dlouhodobé financování, s. 297

3.6.5 Souhrnná pravidla pro výběr cizího kapitálu

Snaha podnikového finančního manažera o optimalizaci kapitálové struktury by měla vycházet z finančního plánu, který by měl zahrnovat i odvození bodu indiference a odhad tržeb a zisků pro další období. Za předpokladu respektování pravidla pro výběr cizího kapitálu vycházejícího z bodu indiference, pravidla přiměřeného úrokového krytí a pravidla přiměřené likvidity může být cizí kapitál považován za efektivní zdroj financování podniku.

Všeobecné pravidlo pro výběr cizího kapitálu spočívá ve sledování následujícího vztahu (Kislingerová, 2010, s. 397):

$$\frac{EBIT}{C} \cdot (1 - t) \geq \frac{I}{D} \cdot (1 - t), \quad (3-20)$$

kde: *EBIT* je zisk před úroky a zdaněním,
I jsou nákladové úroky,
t je sazba daně ze zisku,
C je celkový kapitál,
D je úročený cizí kapitál.

Pravidlo přiměřeného úrokového krytí (Kislingerová, 2010, s. 397) stanoví využívání úvěrů v podniku jako bezproblémové, pokud zisk podniku před úroky a zdaněním (EBIT) převyšuje cca 8krát hodnotu nákladových úroků. O stále dobrou situaci se jedná, pokud zisk převyšuje EBIT cca 4-6krát, pokud však zisk převyšuje EBIT pouze 3krát a méně, je třeba zvýšené obezřetnosti, při hodnotě pod 2 již riziko významně roste.

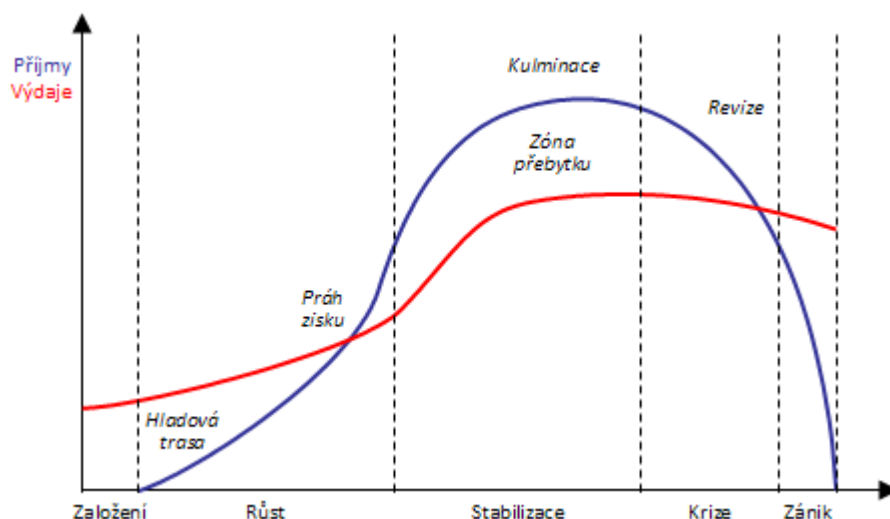
Pravidlo přiměřené likvidity (Kislingerová, 2010, s. 398) vychází z doporučených hodnot jednotlivých stupňů likvidity, které mohou posloužit jako významné vodítko při optimalizaci velikosti přijímaných krátkodobých úvěrů ve vztahu k disponibilním likvidním aktivům podniku. Průměrně by oběžná aktiva měla převyšovat krátkodobé závazky 1,6 až 2,5krát.

3.6.6 Financování podniku v závislosti na životním cyklu

Financování podniku do značné míry závisí i na fázi životního cyklu, ve které se podnik právě nachází. Každá fáze životního cyklu je specifická a vyžaduje odlišný přístup ke strategickému i operativnímu řízení, což se zákonitě promítá i do finanční oblasti. Základní formulace finančních cílů zůstává v průběhu životního cyklu podniku stále stejná či obdobná, ale v závislosti na životním cyklu podniku se mohou výrazně měnit prostředky a nástroje vedoucí k dosažení těchto cílů (Konečný, 2010).

Jedním z nejfrekventovanějších modelů životního cyklu podniku je model, jehož autory jsou Danny Miller a Peter Friesen (1984, s. 300-310). Model popisuje vzájemný vývoj příjmů a výdajů podniku v průběhu cyklu. Cyklus se skládá z pěti fází (obrázek 3.8):

1. **Založení** – existují pouze výdaje, podnik spotřebovává investice.
2. **Růst** – výdaje převyšují příjmy, podnik je ve ztrátě.
3. **Stabilizace** – příjmy převyšují výdaje, podnik je ziskový.
4. **Krize** – příjmy klesají pod úroveň výdajů, podnik se dostává do ztráty.
5. **Zánik** – podnik nezvládá krizi, ztráta je neúnosná, podnikání končí.



Obrázek 3.8: Životní cyklus podniku

Zdroj: Miller, D. aj., Organizations: a quantum view

Fáze životního cyklu reálného podniku je možné určit podle hodnoty růstového ukazatele, který použil Marc Reiners (2004). Jedná se o průměrnou procentní změnu (vzhledem k předchozímu účetnímu období) bilanční sumy, obratu a cash-flow. Podle hodnoty

růstového ukazatele pak lze rozpoznat, ve které fázi životního cyklu se zkoumaný podnik nachází. Intervaly hodnot pro jednotlivé fáze jsou následující:

- růst: více než +10 %,
- stabilizace: -2 % až +10 %,
- pokles: méně než -2 %.

Pro podniky nacházející se ve fázi založení není interval hodnot pevně stanoven, a proto tuto fázi není možné tímto způsobem identifikovat.

Financování podniku v počátečních fázích vývoje

Jednotlivé fáze života podniku jsou spojené s různou strukturou peněžních toků a s různou potřebou finančních zdrojů. V počátečních fázích vývoje má podnik zpravidla značné růstové příležitosti, avšak vlivem značných investic výdaje podniku zpravidla převyšují příjmy. V této fázi hraje významnou roli faktor nejistoty a faktor času - podnik spotřebovává peněžní prostředky v očekávání, že v budoucnu se tato investice zaplatí.

Při vzniku podniku se jako nejčastější zdroj financování využívají soukromé finanční prostředky podnikatele a jeho rodiny či přátel – tzv. *bootstrap financing*, případně je použit bankovní úvěr či financování pomocí kreditních karet. Tato nejranější fáze bývá označována jako *seed financing*, kdy se financuje hlavně příprava nápadu pro jeho komercializaci. Následuje *start-up financing*, kdy je již založen podnik s konkretizovanou vizí (Kislingerová, 2010, s. 425). Na počátku životního cyklu podniku přicházejí v úvahu zejména zdroje jako leasing, obchodní andělé, fondy rizikového kapitálu či strategičtí investoři.

Financování podniku ve fázi růstu

Pro podnik ve fázi růstu je typická vysoká poptávka po produktech podniku, spojená s vysokým kladným provozním cash flow. Získané příjmy jsou primárně použity na podporu růstového potenciálu trhu. Vysoké investiční výdaje mohou převyšovat výši odpisů. Pokud podnik potřebuje další externí zdroje, v této fázi se již stává vhodným subjektem pro úvěrové bankovní financování, protože věřitelům může předložit svou podnikatelskou historii.

Podnikový finanční management se v této fázi musí zaměřit na řízení pracovního kapitálu podniku tak, aby byla zajištěna dlouhodobá solventnost podniku. Zároveň je nutné

obezřetně zvažovat plánované investiční záměry tak, aby nedošlo k porušení zásady časové sladění zdrojů a jejich použití, což by mohlo vyvolat platební neschopnost podniku.

Financování podniku ve fázi stabilizace

Ve fázi stabilizace podnik dosahuje stabilních zisků v dostatečné výši. Má významný podíl na trhu, který se ale nevyznačuje tak výrazným růstem jako v předchozí fázi. Investiční činnost podniku již není tak nákladná a investice nemusí přesahovat ani výši odpisů.

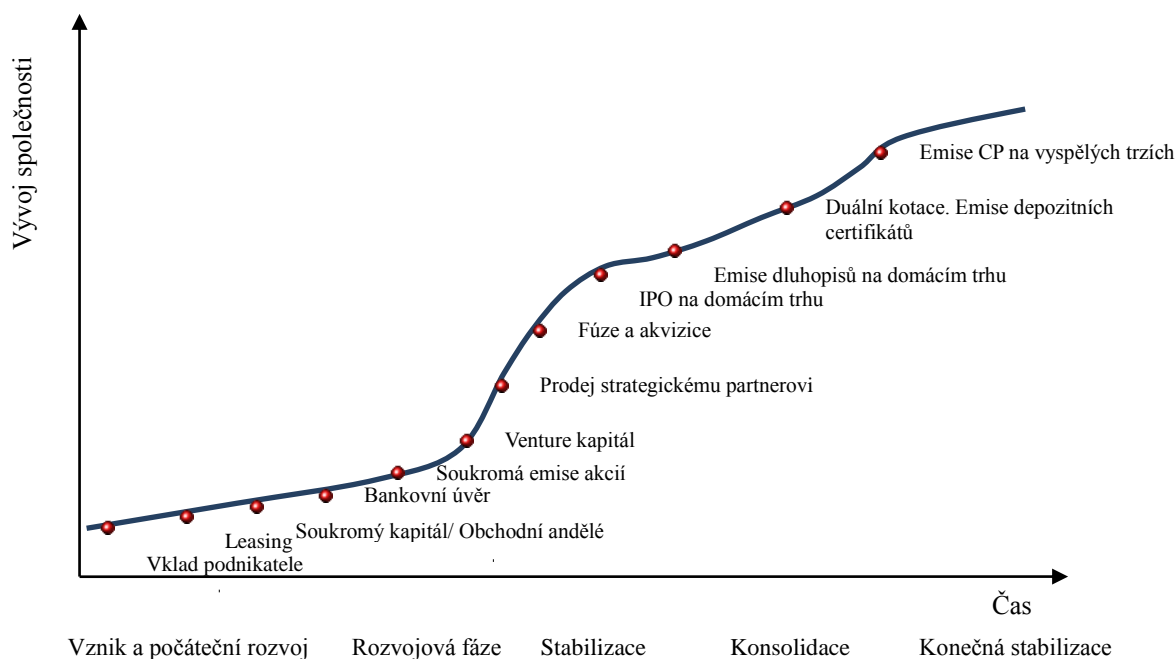
V této fázi by podnik měl zvyšovat efektivnost pomocí optimalizace zdrojů, zaměřit se na inovaci produktového portfolia či na vývoj nových produktů, případně vyhledávat vhodné akviziční cíle. Ze zdrojů financování by podnik měl preferovat spíše zdroje vlastní, aby nezvyšoval finanční náklady podniku.

Financování podniku ve fázi poklesu

Fázi poklesu lze rozpoznat podle poklesu poptávky po produktech podniku v důsledku jejich morálního zastarání, dále dle poklesu příjmů a následně i podle záporného provozního cash flow. Může docházet k růstu zadlužování podniku, omezování investic, eventuálně k omezování provozní činnosti a odprodeji části majetku. Průvodním znakem fáze poklesu je krize likvidity, kdy podíl pohledávek podniku po lhůtě splatnosti roste, firma nemá dostatek finančních prostředků, finanční náklady jsou vysoké apod. Krize likvidity zpravidla přerůstá do krize výnosnosti charakteristické trvalým poklesem tržeb, poklesem zisku, růstem nákladů (především fixních) i rentability investovaného kapitálu.

Ve fázi poklesu podnik musí provést důkladnou analýzu své činnosti a pokusit se o restrukturalizaci podniku a inovaci výrobků. V případě, že se jedná o krizi celého odvětví, by se firma měla snažit upevnit si vlastní postavení na trhu. Pokud podniku nestačí vlastní zdroje financování, je možné v této fázi využít různé formy záchranného financování, které mohou nabízet investoři soukromého kapitálu, či dojednat s bankovním ústavem tzv. sanační úvěr.

Obrázek 3.9 představuje použitelnost vybraných zdrojů financování v jednotlivých fázích vývoje společnosti v čase. Autorky (Nývtová a Režňáková, 2007, s. 73) zdůrazňují, že každý podnik nemusí využít všechny uvedené zdroje financování, zároveň může docházet k prolínání některých způsobů financování či jejich současnému využití ve stejném období.



Obrázek 3.9: Financování v průběhu životního cyklu podniku

Zdroj: Nývltová, R., Režňáková, M. Mezinárodní kapitálové trhy. Zdroj financování, s. 74

3.7 Metody hodnocení investic

Pro výběr a realizaci investičních projektů se používá řada metod, které jsou založené na porovnávání investovaných výdajů a ekonomických efektů, které realizací investice vzniknou.

Metody vyhodnocování investičních projektů lze rozlišovat:

- z hlediska respektování faktoru času na metody:
 - statické**, které neberou v úvahu faktor času (např. metoda doby návratnosti, výnosnost investice)
 - dynamické**, jejichž podstatou je respektování faktoru času (např. metoda čisté současné hodnoty, vnitřní výnosové procento, index ziskovosti, ekonomická přidaná hodnota, diskontovaná doba úhrady, diskontované náklady projektu apod.).
- z hlediska veličin, na jejichž základě je projekt hodnocen, na metody:
 - ziskové** (vychází z nákladů a výnosů),
 - založené na cash flow** (vychází z příjmů a výdajů).

3.7.1 Metoda doby návratnosti

Doba návratnosti (*Payback Period*) projektu je dána počtem let, který je zapotřebí k tomu, aby se kumulované plánované peněžní toky vyrovnaly s počáteční investicí. Protože se jedná o metodu statickou, není nerespektován faktor času ani faktor rizika, což je hlavní slabinou této metody. Lze ji využít u méně významných projektů s nízkým stupněm rizika či u projektů s krátkou dobou životnosti.

Nedostatky metody doby návratnosti částečně odstraňuje **metoda diskontované návratnosti**, kde jsou hotovostní toky diskontovány do současnosti, a suma těchto diskontovaných toků se musí vyrovnat s vynaloženými náklady. Tato metoda je řazena mezi metody dynamické. Přesto lze i u této metody nalézt nedostatky – metoda například stále nebere v úvahu peněžní toky, které následují po umoření počáteční investice. Dalším nedostatkem je nerespektování různé životnosti projektů (krátkodobé, dlouhodobé). Metoda diskontované návratnosti je vhodná jako doplňující kritérium při hodnocení investičních projektů a u projektů s krátkou životností a vyšším rizikem.

3.7.2 Metoda návratnosti investic

Návratnost investice ROI (*Return on Investment*) vyjadřuje čistý zisk nebo čistou ztrátu vůči počáteční investici a obvykle se udává v procentech. Obecně lze návratnost investice nazvat jako výnos. ROI se vzhledem k počáteční investici počítá buď pro jednotlivé období, nebo jako průměr z více období. Výpočet pro jednotlivé období je dán vztahem (Synek, 2007, s. 292):

$$ROI = \frac{Z_r}{IN}, \quad (3-21)$$

kde: Z_r je průměrný čistý roční zisk plynoucí z investice,
 IN jsou náklady na investici.

Vzhledem k tomu, že je ve vzorci použit průměrný roční zisk, lze takto srovnávat i projekty s různou dobou životnosti a s různou výší investičních nákladů a objemu výroby.

3.7.3 Metoda čisté současné hodnoty

Čistá současná hodnota NPV (*Net Present Value*) je nejčastěji používaná metoda hodnocení investic a je základem všech ostatních dynamických metod. Tato metoda zahrnuje do výpočtu časovou hodnotu peněz a její konstrukce bere v potaz existenci alternativ, což se odráží v zahrnutí alternativních nákladů. Hodnota každého hotovostního toku cash flow se přepočítává na současnou hodnotu pomocí vhodné diskontní sazby, jejíž výše je dána náklady kapitálu a rizikovostí projektu. Nevýhodou této metody je pak právě citlivost na použitou diskontní sazbu.

Vzorec pro výpočet NPV porovnává kapitálové výdaje a příjmy z investice v jejich současné hodnotě přepočítané diskontováním na úroveň hodnoty peněz v roce pořízení investice (Kislingerová, 2010, s. 288):

$$NPV = -C_0 + \frac{CF_1}{(1+r)^1} + \frac{CF_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{CF_n}{(1+r)^n} = -C_0 + \sum_{i=1}^n \frac{CF_i}{(1+r)^i} \quad , \quad (3-22)$$

kde: NPV je čistá současná hodnota,
 $CF_{1,2,\dots,n}$ je hotovostní tok v roce 1,2,...n,
 C_0 je hotovostní tok v roce 0, tj. investiční výdaj,
 n je počet let,
 r je diskontní sazba rovná alternativnímu nákladu.

Hodnota NPV v absolutní částce udává, kolik peněz nad investovanou částku dostane podnik navíc oproti investičnímu výdaji, tj. o kolik vzroste hodnota podniku. Podmínkou pro přijetí investičního projektu je hodnota $NPV \geq 0$. Pokud je NPV záporná, investiční projekt nepokryje ani investiční výdaje.

Za slabinu metody NPV lze považovat absolutní výsledek ze zpracovaných informací, který může zkreslit pohled na srovnání investic. Proto je vhodné doplnit tuto metodu některou další dynamickou metodou např. metodou vnitřního výnosového procenta.

3.7.4 Metoda vnitřního výnosového procenta

Metoda vnitřního výnosového procenta IRR (*Internal Rate of Return*) je založena na výpočtu výnosové míry, při které se současná hodnota z budoucích očekávaných příjmů

z investice rovná nutným kapitálovým výdajům na investici, neboli na výpočtu takové výnosové míry, při které se $NPV = 0$. Vzorec pro výpočet IRR je založen na stejných principech jako vzorec pro výpočet NPV s tím rozdílem, že NPV je rovno 0 a výsledkem je výpočet diskontní sazby (Růčková a Roubíčková, 2012, s. 39):

$$0 = -C_0 + \frac{CF_1}{(1+IRR)^1} + \frac{CF_2}{(1+IRR)^2} + \dots + \frac{CF_n}{(1+IRR)^n} = -C_0 + \sum_{i=1}^n \frac{CF_i}{(1+IRR)^i} \quad (3-23)$$

Kritériem metody vnitřního výnosového procenta je porovnání vypočteného IRR a alternativních nákladů. Projekt je doporučeno přijmout, pokud je IRR větší než tyto alternativní náklady. Na rozdíl od metody čisté současné hodnoty nejsou tržní podmínky zahrnuty do výpočtu přímo, ale vypočtená sazba je následně porovnávána s trhem.

V některých případech (například u projektů, jejichž hotovostní toky jsou odlišné) může dojít ke konfliktu mezi hodnotami IRR a NPV. V takovém případě by měl být vybrán projekt s vyšší hodnotou NPV, protože cílem podnikání je maximalizace tržní hodnoty firmy.

3.7.5 Index ziskovosti

Index ziskovosti PI (*Profitability Index*) udává poměr současné hodnoty pozitivních hotovostních toků k současné hodnotě výdajů (negativních hotovostních toků). V podstatě se opět jedná o modifikaci metody NPV (Brooks, 2013, s. 308).

$$PI = \frac{\text{současná hodnota pozitivních hotovostních toků}}{|\text{současná hodnota negativních hotovostních toků}|} \quad (3-24)$$

Kritériem přijetí posuzovaného investičního projektu je hodnota $PI > 1$, kdy peněžní toky plynoucí z projektu jsou vyšší než vynaložené výdaje.

Obecně platí, že pokud je NPV větší než 0, bude rovněž PI větší než 1. I zde však za určitých podmínek (např. řádově odlišné vstupní investice posuzovaných projektů) může dojít ke konfliktním výsledkům mezi PI a NPV. V takovém případě by měla být dána přednost výsledku poskytnutému metodou čisté současné hodnoty.

3.7.6 Ekonomická přidaná hodnota

Ekonomická přidaná hodnota EVA (*Economic Value Added*) patří k ukazatelům hodnocení celkové výkonnosti podniku, lze však dle této metody posuzovat i jednotlivé projekty. Vychází se ze základního vzorce pro výpočet (Synek, 2007, s. 299):

$$EVA = \sum [EBIT_i * (1 - t) - C_i * WACC], \quad (3-25)$$

kde: $EBIT_i$ je zisk před úroky a zdaněním,
 t je daňová sazba,
 C_i je vázaný kapitál v jednotlivých letech,
 $WACC$ jsou průměrné vážené náklady na kapitál.

Výpočet EVA se provádí za všechny jednotlivé roky životnosti projektu, tyto hodnoty jsou následně diskontovány a sečteny. Výsledkem je kumulovaná hodnota ukazatele EVA. Kritériem přijetí projektu je kladná hodnota kumulované hodnoty EVA. Při srovnání s NPV dává EVA stejné výsledky, avšak zpracované odlišným postupem. Výhodou ukazatele EVA pojmávaného jako systém hodnocení podniku a systém zainteresovanosti je to, že vede manažery ve všech jejich rozhodováních jednoznačně ke stejnému cíli shodnému s vlastníky – k tvorbě hodnoty.

3.8 Determinanty kapitálové struktury podniku

Pojem determinanty kapitálové struktury podniku označuje faktory ovlivňující celkovou velikost podnikového kapitálu a poměr mezi vlastními a cizími zdroji. Významnost jednotlivých faktorů pro finální podobu kapitálové struktury firem je různá. Existuje řada empirických studií, jež se pokouší stanovit důležitost a vliv determinant a nalézt univerzálně platné závěry.

Hrdý (2011) uvádí, že determinanty představují příčinu, která vyvolává následek ve formě teorií optimalizace kapitálové struktury, přičemž jednotlivé teorie kapitálové struktury se vždy opírají o různé determinanty.

Bauer (2004) zkoumá korelační závislosti zadluženosti na velikosti podniku, průmyslovém odvětví, ziskovosti, likvidnosti aktiv, růstových příležitostech, výši daní, daňovém štítu a volatilitou. V souladu s obecně uznávanými teoretickými předpoklady našel například

negativní závislost zadluženosti firem na ziskovosti a nedluhovém daňovém štítu, či pozitivní závislost zadluženosti českých firem na velikosti podniku.

Prášilová (2012) zkoumá vliv podílu fixních aktiv, zadržených zisků, úrokové míry, rentability aktiv, velikosti podniku, podílu hmotných aktiv a stáří podniku na kapitálovou strukturu podniků a míru tohoto vlivu. Výsledkem její analýzy je zjištění, že na celkovou zadluženost podniků má pozitivní vliv stáří podniku a objem zadržených zisků a negativní vliv rentabilita aktiv a velikost podniku.

Zahraniční anglosaská literatura, např. Baker (2011, s. 131) uvádí následující faktory ovlivňující kapitálovou strukturu: likvidita aktiv, velikost podniku, růstové příležitosti, ziskovost, volatilita, odvětví podnikání, vliv daní, úvěrový rating, situace na dluhovém trhu, situace na kapitálovém trhu a makroekonomické podmínky.

Konkrétní volba určité kapitálové struktury tedy není jednorázový akt, nýbrž proces závislý na velkém množství různých determinant kvantitativního a kvalitativního charakteru. Jednotlivé determinanty zároveň mohou působit i vzájemně proti sobě a zvolená finanční strategie závisí na rozhodnutí jednotlivých firem.

3.8.1 Náklady kapitálu

Náklady kapitálu patří dle statických teorií kapitálové struktury k základním faktorům při výběru kapitálu. Náklady kapitálu se vyjadřují obvykle v procentech z hodnoty vloženého kapitálu a jsou zároveň minimální mírou výnosu, kterou podnik požaduje u svých investic. Náklady kapitálu jsou určovány situací a vývojem na kapitálovém trhu.

K určování nákladů kapitálu je využívána řada metod, z nichž nejrozšířenější je metoda průměrných vážených nákladů na kapitál WACC (*Weighted Average Cost of Capital*), model oceňování kapitálových aktiv CAPM (*Capital Asset Pricing Model*). V České republice vytvořilo Ministerstvo průmyslu a obchodu České republiky ve spolupráci s Inkou a Ivanem Neumaierových tzv. ratingový či stavebnicový model určování WACC pro malé a střední firmy v rámci benchmarkingového diagnostického systému finančních indikátorů INFA. Tento model stanovuje WACC na základě exaktně stanovených přírážek za různá rizika, kterými je kapitál ve firmě zatížený.

Pro zajímavost, Sbeiti (2010) ve své studii poukazuje na nízký vliv nákladů kapitálu ve finančním rozhodování v zemích arabského světa, vzhledem k tomu, že úrok je zakázaný islámským právem šaría.

Průměrné náklady kapitálu lze považovat za východisko pro stanovení optimální kapitálové struktury podniku, avšak musí být doplněny o další determinanty.

3.8.2 Daňové faktory

Daňové efekty jsou spojeny s modifikovanou teorií MM z roku 1963, která bere v úvahu korporátní daň, ale zejména s teorií Millera z roku 1977, která na tuto teorii navázala a navíc rozšířila o vliv tzv. osobních daní (daň z úroků, kapitálových zisků a dividend). Při nulovém zdanění vychází teorie MM (1958) z neexistence optimální daňové struktury a z konstatování, že tržní hodnota zadlužené společnosti se rovná tržní hodnotě společnosti nezadlužené. S rostoucím zadlužením náklady dluhu zůstávají stejné, náklady vlastního kapitálu rostou a průměrné náklady zůstávají stejné. Jedná se o statický model, který v reálných podmínkách není příliš využitelný. V roce 1963 byly závěry modelu modifikovány, když byl model rozšířen o vliv korporátní daně (daně ze zisku). Dle tohoto modelu je tržní hodnota podniku maximální při plném financování dluhem. Průměrné náklady kapitálu v důsledku daňového štítu klesají s růstem zadlužení a tržní hodnota firmy roste. Právě zde je patrný vliv daňového štítu, který snižuje úroky placené z dluhu o vliv daně.

V klasickém daňovém systému vede vyšší zadlužení podniku a vyšší placený úrok ke snížení daňové zátěže podniku, ačkoliv empirický důkaz pro toto tvrzení není snadné nalézt, protože vyšší daně jsou korelovány s vyšší produktivitou.

Graham (2000) udává, že firmy s vyšší marginální daňovou sazbou se více zadlužují, což je konzistentní s kompromisní teorií kapitálové struktury. Bessler, Drobetz a Kazemieh (2011) udávají, že daňové efekty na zadluženost podniků mohou být měřeny různými proměnnými, mezi něž patří například nejvyšší zákonná daňová sazba, poměr čisté provozní ztráty a aktiv, poměr odpisových nákladů a poměr daňově účinných úvěrů na aktivech.

3.8.3 Nedluhový daňový štít

Obdobně jako úrokový daňový štít, tak i nedluhový daňový štít může mít za následek snížení daňového zatížení podniku. Příkladem nedluhového daňového štítu jsou odpisy a další případné investiční daňové odpočty, které mají vliv na výslednou výši placené daně z příjmu. V empirických studiích je nedluhový daňový štít obvykle vyjádřen jako poměr odpisů a celkových aktiv. Některé studie udávají, že dluhový a nedluhový daňový štít jsou vzájemné substituty. Jiné, např. Bradley, Jarrell a Kim (1984) obhajují pozitivní závislost nedluhového daňového štítu a zadluženosti.

3.8.4 Vliv odvětví

Firmy podnikající ve stejném odvětví, mají obvykle podobné vnější podmínky pro své podnikání. Harris a Raviv (1991) předpokládají, že podniky ze stejného odvětví konvergují k odvětvovému průměru. Proto je možné nalézt závislost mezi oborem podnikání a kapitálovou strukturou firem – jak uvádí například Bradley, Jarrell a Kim (1984).

Zároveň i průměrná zadluženost odvětví může být faktorem, který ovlivňuje zadluženost konkrétní firmy. Studie Chevalierové (1995) zjistila, že jednotlivé firmy porovnávají vlastní ukazatele zadluženosti s odvětvovými průměry a přímo (stanovením cílového stupně zadlužení) či nepřímo těmito průměry přizpůsobují vlastní finanční politiku.

Talberg et al. (2008) se zabývali zadlužeností v rámci odvětví a objevili i rozdíly v rámci jednotlivých průmyslových odvětví. Tyto vnitro-odvětvové rozdíly v kapitálové struktuře vysvětlují rozdílným stupněm rizika v rámci odvětví. V souladu s teorií finanční tísně by se podnik s vyšším rizikem měl zadlužovat méně.

V rámci různých studií může být faktor odvětví zastoupen i jinými proměnnými, například stupněm technologie, regulací či typem majetku v odvětví. Například Almazan a Molina (2002) tvrdí, že rozdílná technologie vede k různým kapitálovým strukturám.

3.8.5 Velikost podniku

Vliv velikosti podniku na zadluženost není jednoznačný.

Na straně jedné Titman a Wessels (1988) tvrdí, že velké firmy mají tendenci být více diversifikované a méně často selhávají. U malých firem jsou obvykle větší náklady finanční tísně. V souladu s kompromisní teorií je zde pozitivní závislost mezi velikostí podniku a pravděpodobností bankrotu a zároveň pozitivní závislost mezi velikostí podniku a zadlužeností.

Na straně druhé však velikost podniku může být zástupcem pro informační asymetrii mezi podnikovými odborníky a kapitálovými trhy. Teorie hierarchického pořádku v této souvislosti předpokládá negativní závislost mezi zadlužeností a velikostí podniku, protože velké firmy vykazují vyšší schopnost financování vlastním kapitálem.

Velikost firmy je obvykle měřena objemem majetku, pomocí tržeb či počtu zaměstnanců.

3.8.6 Ziskovost podniku

Ziskovost podniku je měřena pomocí různých ukazatelů, především pak pomocí rentability celkového kapitálu (ROA, *Return on Assets*) či rentability vlastního kapitálu (ROE, *Return on Equity*), eventuálně pomocí rentability investovaného kapitálu (ROI, *Return on Investment*) (Knápková a kol., 2013, s. 97-100).

Teorie hierarchického pořádku, kde firmy preferují financování pomocí zadrženého zisku před financováním pomocí dluhu, předpokládá, že vyšší ziskovost podniku je spojena s nižší zadlužeností (Bessler aj., 2011, s. 25). Ačkoliv ziskové firmy by mohly zvyšovat svojí zadluženost, aby využily výhod daňového štítu, empirické studie to obvykle nepotvrzují. Negativní vliv ziskovosti na zadluženost je zásadním argumentem proti platnosti kompromisní teorie.

Manželé Neumaierovi (1996) ve své studii tvrdí, že velikost zisku není závislá na zadluženosti, ale na tom, jak je podnik schopen zhodnotit majetek.

3.8.7 Volatilita zisku

Volatilita zisku je nástrojem pro vyjádření podnikového a bankrotního rizika. Kompromisní teorie předpokládá růst nákladů finanční tísně a tudíž i rizika v souvislosti s vyšší zadlužeností podniku.

V empirických studiích je pro měření volatility zisku používán ukazatel směrodatné odchylky od rentability aktiv. Tyto studie přináší rozdílné výsledky ve zkoumání závislosti volatility zisku a zadluženosti. Pozitivní závislost potvrzují např. Huang a Song (2002), negativní např. Titman a Wessels (1988).

3.8.8 Likvidita

Likvidita vyjadřuje schopnost podniku dostát svým krátkodobým závazkům. Teorie hierarchického pořádku předpokládá, že podniky s dostatečně vysokou likviditou se zadlužují méně. Negativní závislost likvidity a zadluženosti je dána především tím, že při vyšším stupni zadlužení je podniku k dispozici nižší objem oběžných aktiv díky úhradám za krátkodobý dluh. Při vyšším podílu oběžných aktiv pak teorie předpokládá vyšší podíl interních zdrojů, které mohou být využity pro financování investičních aktivit.

Kompromisní teorie předpokládá, že podniky poměřují čisté náklady vlastního kapitálu a čisté náklady dluhu a mezi likviditou vlastního kapitálu a zadlužeností předpokládá negativní vztah. Empirické ověření tohoto předpokladu přináší studie autora Udomsirikula a kol. (2011), či autorů Friedera a Martella (2006).

V empirických studiích se likvidita nejčastěji vyskytuje jako poměrový ukazatel oběžných aktiv a krátkodobých závazků (tzv. běžná likvidita – likvidita III. stupně).

3.8.9 Majetková struktura podniku

Zlaté bilanční pravidlo říká, že dlouhodobý majetek by měl být financován z dlouhodobých zdrojů, převážně vlastním kapitálem. Při vysoké míře zadlužení by se podnik mohl dostat do potíží se splácením dluhu a k jeho úhradě by byl nucen odprodávat část svého majetku, který se obvykle prodává za likvidační hodnotu. Nejrychleji klesá hodnota nehmotného majetku. Z tohoto pohledu by se podniky s vysokým podílem nehmotného majetku neměly příliš zadlužovat. Hmotná aktiva mohou být dle kompromisní teorie využita jako záruka pro věřitele v případě finanční tísně, protože podnik může hmotná aktiva rychle zpeněžit. Proto kompromisní teorie předpokládá pozitivní závislost mezi podílem hmotných aktiv a zadlužeností. Empirické studie hovoří ve prospěch pozitivní závislosti, např. Titman a Wessels (1988), Frank a Goyal (2003), Delcours (2007).

Naopak teorie hierarchického pořádku předpokládá závislost negativní, vzhledem k tomu, že podniky s vyšším podílem hmotných aktiv nemají tendenci čelit problémům s asymetrickými informacemi využití dluhu je pro ně méně pravděpodobné. Negativní závislost mezi zadlužeností a podílem fixních aktiv našli například Chittenden, Hall a Hutchinson (1996) a Weill (2004).

Pro vyhodnocení struktury aktiv podniku se v empirických studiích není využíván jednotný ukazatel. Používá se například ukazatel čistého pracovního kapitálu, který udává převis dlouhodobých zdrojů nad dlouhodobým majetkem, podíl čistého pracovního kapitálu k tržbám, který měří platební schopnost podniku, poměr hmotných a nehmotných aktiv podniku, poměr hmotných a celkových aktiv, či podíl fixních a celkových aktiv.

3.8.10 Růstové příležitosti

Kompromisní teorie předpokládá, že firmy s vyššími investičními příležitostmi se méně zadlužují, protože u nich převažuje tendence vyvarovat se podinvestování a nahrazení vlastního kapitálu kapitálem cizím z důvodů odlišných zájmů vlastníků (akcionářů) a věřitelů firmy. Toto tvrzení podporuje i teorie volného cash-flow M. C. Jensena (1986).

Oproti tomu závěry teorie hierarchického pořádku nejsou z hlediska růstových příležitostí zcela jasné. Zjednodušeně je však možné konstatovat, že tato teorie předpokládá pozitivní vztah mezi zadlužeností a růstovými příležitostmi firem. Zadluženost roste, když investice překročí zadržené zisky a klesá, když jsou investice nižší. Za předpokladu fixované ziskovosti se tedy předpokládá vyšší zadluženost firem s vyššími investičními příležitostmi. Pokud však teorie vezme v úvahu současné i budoucí finanční náklady, pak jsou závěry teorie opačné (firmy s vyššími investičními příležitostmi se méně zadlužují) (Bessler et al, 2011).

Očekávaný růst podniku je obvykle hodnocen pomocí tzv. market-to-book ratia, neboli poměru tržní hodnoty aktiv k účetní hodnotě aktiv, kdy vysoká hodnota tohoto poměru indikuje investiční příležitosti podniku a finálně i očekávaný růst. Jiné studie využívají například poměr geometrického průměru růstu tržeb a celkového růstu aktivit, poměr kapitálových výdajů a celkových aktiv či procentní změnu celkových aktiv oproti předchozímu roku.

Empirické studie potvrzují pozitivní závislost růstových příležitostí a zadluženosti, např. Chen (2004), Delcours (2007).

3.8.11 Podmínky na finančním a kapitálovém trhu

Antoniou (2008) udává signifikantní rozdíly v tvorbě kapitálové struktury mezi zeměmi orientovanými na kapitálový trh a zeměmi orientovanými na dluhové financování pomocí bank. Mezi tyto faktory zahrnuje rozdíly v legislativních podmínkách zemí, finanční struktura, účetních a daňových systémech, podnikovém řízení, apod.

V souvislosti s odlišností struktury finančních systémů různých zemí Van Frederikslust, Ang a Sudarsanam (2008) představují dva modely *corporate governance*, tzv. vnitřní a vnější. **Vnitřní model corporate governance** je typický pro *B-model* finančního systému, ve kterém investoři delegují monitorování dluhové činnosti podniku na banku a propojení nefinančních podniků a bank je velice úzké. **Vnější model corporate governance** je typický pro *M-model* finančního systému, v rámci něhož je management podniku kontrolován vlastníky především prostřednictvím trhu cenných papírů. Likvidní trh cenných papírů je v tomto modelu samozřejmým předpokladem. Dalším předpokladem je i funkční systém zveřejňování informací o podniku ve standardizované podobě (zpravidla dle IFRS, příp. US GAAP), jejímž účelem je srovnatelnost informací o emitentech cenných papírů. Mezi ekonomiky orientované na kapitálový trh (M-systém finančního trhu) historicky patří Velká Británie či Spojené státy americké, a mezi ekonomiky orientované na bankovní sektor (B-systém finančního trhu) patří země kontinentální Evropy (Francie, Německo, atd.) a Japonsko. Česká republika tradičně patří do skupiny ekonomik se závislostí na bankovním sektoru.

Míra očekávané inflace má vliv na kapitálovou strukturu podniků bez ohledu na typ finančního systému. Kompromisní teorie udává pozitivní vztah mezi mírou očekávané inflace a mírou zadlužování podniků, které očekávanou inflaci berou v potaz při správném načasování dluhu.

Výše placených úrokových sazeb (hrazená určitým konkrétním podnikem) již byla uvedena jako determinující faktor v nákladech kapitálu. Z obecného pohledu jsou platné úrokové sazby i determinujícím faktorem zahrnutým do podmínek na finančním trhu. Henderson, Jegadeesh a Weisbach (2006) dokumentují, že firmy se více zadlužují, pokud

jsou úrokové sazby na nízké úrovni. Zároveň sledují i úrokové sazby v zahraničí, a pokud jsou zahraniční úrokové sazby nižší, zadlužují se v zahraničí.

3.8.12 Makroekonomické podmínky

Makroekonomické podmínky a fáze hospodářského cyklu mohou rovněž ovlivňovat rozhodování firem o kapitálové struktuře. Například v průběhu recese banky omezují poskytování úvěrů a zvyšují úrokové sazby, to zhorší dostupnost cizích zdrojů financování a zadluženost podniků klesá. Naopak ve fázi expanze se snižuje pravděpodobnost bankrotu podniku, zdanitelný příjem roste, zadluženost podniku je méně riziková, a tudíž roste.

Teorie hierarchického pořádku však předpokládá negativní (anti-cyklickou) závislost zadluženosti a ekonomického růstu, protože v době ekonomické prosperity firma má dostatek interních zdrojů a tudíž nemá důvod pro využití dluhového financování (Bessler et al, 2011).

4 Zdroje financování podniku z pohledu účetního a finančního

Pohled na podnik, jeho majetek a zdroje z *účetního hlediska* představuje bilanční princip. Strukturu podnikového majetku a kapitálu uvádí **rozvaha (balance) podniku**. „*Kapitál je suma zdrojů, ze kterých je financován majetek podniku.*“ (Šiman a Petera, 2010, s. 57) Pro označení majetku podniku se používá termín **aktiva**, pro označení kapitálových zdrojů termín **pasiva**. Tzv. bilanční princip uplatňovaný v rozvaze znamená dvojí pohled na jedinou podstatu - majetek. Aktiva nám dávají odpověď na otázku, s čím podnik hospodaří a jaká je struktura jeho majetku, zatímco pasiva říkají, komu majetek patří a z jakých zdrojů byl pořízen. Rovnost aktiv a pasiv v rozvaze vyjadřuje bilanční rovnice.

Pokud se hovoří o *zdrojích financování z pohledu finančního*, neznamená to, že se jedná výhradně o pravou stranu rozvahy – pasiva, ale je možno zahrnout i další zdroje, které v podnikové rozvaze nejsou uvedeny vůbec, například odpisy, leasing, faktoring, forfaiting, exportní financování apod. Zároveň také každé pasivum nemusí být skutečným zdrojem financování podniku – například zisk může být zdrojem pořízení určitého nepeněžního aktiva, ale jako přímý zdroj financování budoucích potřeb podniku neslouží.

Tato kapitola se věnuje nejprve pohledu na majetek a zdroje podniku z účetního hlediska a poté jsou charakterizovány jednotlivé zdroje financování z hlediska finančního.

4.1 Účetní pohled na majetek a kapitál

Z *účetního pohledu* je vymezení majetku a kapitálu dáno zákonem o účetnictví⁸. Definice majetku a kapitálu navazuje na základní účetní výkaz - na výkaz o majetku a závazcích, rozvahu. Náplň jednotlivých položek majetku a kapitálu je upravena další legislativou – prováděcími vyhláškami pro různé skupiny účetních jednotek a Českými účetními standardy. Struktura rozvahy v plném rozsahu v platném znění je obsahem přílohy A disertační práce.

⁸ Zákon č. 563/1991 Sb., o účetnictví, ve znění pozdějších předpisů

4.1.1 Majetek a majetková struktura podniku

Majetek podniku tvoří dvě základní skupiny prostředků, které se člení dle doby použitelnosti na **dlouhodobý majetek** (v rozvaze stálá aktiva) a **oběžný majetek** (v rozvaze oběžná aktiva). Účetnictví dále používá pojem **přechodná aktiva**, což jsou položky přechodného charakteru mezi majetkem a náklady nebo výnosy.

Nový občanský zákoník upouští od definování pojmu obchodní majetek a namísto něj definuje pouze pojem majetek. Obchodní majetek je i nadále definován pro účely daní z příjmů. Obchodním majetkem poplatníka daně z příjmů právnických osob se pro účely daní z příjmů rozumí veškerý majetek, který mu patří, pokud jde o poplatníka právnickou osobu nebo k němu patří, pokud jde o poplatníka, který není právnickou osobou.⁹

Dlouhodobý majetek slouží podniku zpravidla déle než 1 rok a tvoří podstatu jeho majetkové struktury. Tento majetek obvykle není určen k dalším prodeji. Dlouhodobý majetek se člení do tří základních skupin:

1. **dlouhodobý hmotný majetek** – takový majetek, který v podniku slouží více než 1 rok a postupně se opotřebovává, například: budovy, stavby, stroje, výrobní zařízení, přístroje, inventář, dopravní prostředky aj., nebo se používá dlouhou dobu, aniž by se opotřebovával, např. pozemky, umělecká díla, zlato aj. Dlouhodobý majetek se nespotebovává najednou, ale postupně se opotřebovává a znehodnocuje (kromě pozemků, uměleckých děl apod.). Svou hodnotu přenáší do nákladů podniku postupně ve formě odpisů. Vstupní cen tohoto typu majetku musí být dle zákona o daních z příjmu alespoň 40 000 Kč. Tento majetek se dále člení na movitý, který lze přemísťovat (stroje, výrobní zařízení, dopravní prostředky aj.), a nemovitý, který přemísťovat nelze (budovy, pozemky aj.),
2. **dlouhodobý nehmotný majetek** – tvoří majetek vytvořený vlastní činností či pořízený za účelem obchodování, např. různá oprávnění, jako jsou patenty, licence, autorská a vydavatelská práva, software, atd. Dle zákona o daních z příjmu doba užívání musí být delší než 1 rok a vstupní cena vyšší než 60 000 Kč,

⁹ Zákon č. 586/1992 Sb., o daních z příjmů, § 20c

3. **dlouhodobý finanční majetek** – je finanční majetek s dobou držení či splatnosti delší než 1 rok. Tvoří ho např. investiční cenné papíry a vklady (dluhopisy, pokladniční poukázky, vkladové listy, termínované vklady aj.), půjčky s dobou splatnosti delší než 1 rok.

Oběžný majetek, označovaný také jako krátkodobý či provozní, je charakteristický tím, že v průběhu svého používání v podniku mění svou formu z peněžní na věcnou a naopak, spotřebovává se najednou a v podniku neustále „obíhá“. Tento majetek se v podniku vyskytuje ve věcné a peněžní podobě.

Oběžný majetek ve věcné formě tvoří **zásoby**, které se člení na:

1. skladovaný materiál, který tvoří základní materiál, pomocné látky, obaly, náhradní díly apod.,
2. zásoby vlastní výroby, které tvoří polotovary vlastní výroby, nedokončená výroba, hotové výrobky,
3. skladované zboží, které je nakoupeno za účelem dalšího prodeje.

Peněžní formu oběžného majetku představuje **peněžní majetek**, jehož součástí jsou:

1. pohledávky z obchodního styku – mohou být za odběrateli, vůči zaměstnancům nebo vůči státnímu rozpočtu,
2. krátkodobý finanční majetek, což jsou zejména krátkodobé cenné papíry určené k obchodování,
3. peněžní prostředky – uložené v peněžních ústavech a v pokladně podniku.

4.1.2 Kapitál a kapitálová struktura podniku

Z účetního hlediska podnikový kapitál tvoří **pasiva**, která slouží k profinancování (krytí) aktiv. Dle legislativního vymezení existuje v českém účetním systému pouze pojem *vlastní kapitál*, který je tvořen základním kapitálem, kapitálovými fondy, fondy ze zisku, nerozděleným ziskem z minulých let a ziskem běžného účetního období. Pojem *cizí kapitál* český účetní systém nepoužívá. Existuje pouze pojem *cizí zdroje*, které zahrnují rezervy, dlouhodobé závazky, krátkodobé závazky a bankovní úvěry a výpomoci. Pokud je v této disertační práci použit pojem cizí kapitál, jsou uvažovány cizí zdroje.

Podnik potřebuje kapitál (zdroj financování) proto, aby mohl vyvíjet činnost, jejímž výsledkem je tvorba zisku, další růst podniku a zvyšování jeho hodnoty. Rozhodování o zdrojích v podniku zahrnuje otázky ohledně struktury a výše požadovaného kapitálu.

V zahraniční literatuře, například Booth a Cleary (2010, kap. 20), je možné nalézt odlišnosti v definici finanční a kapitálové struktury podniku. Uvedení autoři do **finanční struktury podniku** zahrnují celou pravou stranu rozvahy – zdroje krátkodobé i dlouhodobé, tj. celková pasiva. **Kapitálová struktura podniku** vypovídá o zdrojích financování investovaného kapitálu. Je tvořena celkovými pasivy po odečtení položek časového rozlišení a splatných závazků, protože tyto krátkodobé závazky, které se mění v závislosti na činnosti firmy, autoři nepovažují za zdroje dluhového financování. Kapitálovou strukturu podniku dle autorů tvoří vlastní kapitál, zadržené zisky, dlouhodobé dluhy a bankovní úvěry.

V české literatuře, věnující se problematice podnikového financování, se vyskytují dva přístupy k vymezení pojmu **kapitálová struktura podniku**. Valach (2001, s. 63) tvrdí, že kapitálová struktura podniku zachycuje strukturu podnikového kapitálu, ze kterého je financován jeho fixní majetek a trvalá část oběžného majetku. Jedná se tedy o strukturu dlouhodobého kapitálu podniku. Celkovou strukturu pasiv pak odlišuje samostatným pojmem **finanční struktura podniku**, což odpovídá anglo-saskému přístupu, jak bylo uvedeno.

Oproti tomu Synek (2010, s. 45) zastává názor, že kapitálovou strukturou podniku se rozumí struktura zdrojů (původ, pramen), z nichž majetek podniku vznikl. Toto pojetí tedy považuje za **kapitálovou strukturu podniku skladbu celkových pasiv podniku**, nikoliv jen dlouhodobých pasiv. *Tento přístup odpovídá účetnímu charakteru pasiv a je aplikován i při zpracování této disertační práce.*

Vlastní kapitál v podniku jednotlivce tvoří jeho peněžité i nepeněžité vklady, přičemž výše jeho vlastního kapitálu se mění podle výsledků hospodaření. V případě, že podnik dosahuje zisku, vlastní kapitál roste a naopak.

Vlastní kapitál obchodní „kapitálové“ společnosti tvoří následující položky:

1. základní kapitál,

2. kapitálové fondy,
3. fondy ze zisku,
4. nerozdělený zisk.

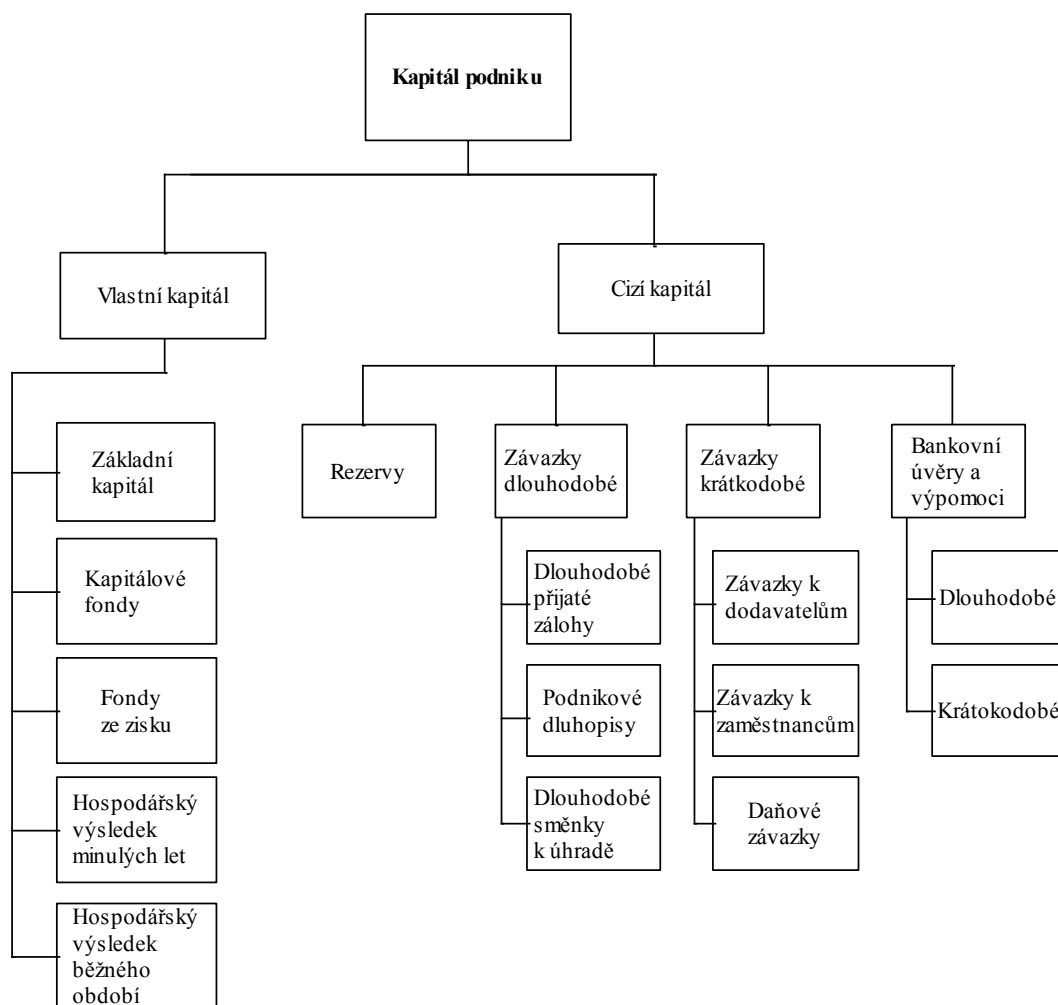
Základní kapitál je zákonem o obchodních korporacích (§30) definován jako souhrn všech vkladů, přičemž vkladem u obchodní společnosti je peněžní vyjádření hodnoty předmětu vkladu do základního kapitálu a u akciové společnosti jmenovitá nebo účetní hodnota akcie. Povinnost vytvářet základní kapitál mají ze zákona pouze kapitálové společnosti. Další položky vlastního kapitálu jsou blíže definovány v kapitole 4.2.

Cizí zdroje představují zdroje, které podnik získal od jiných právnických či fyzických osob a jež mu byly zapůjčeny na určitou dobu. Za zapůjčení zdrojů podnik obvykle platí **úrok**. Využití cizích zdrojů v podnikání pomáhá řešit nedostatek vlastního kapitálu.

Základní strukturu cizích zdrojů podniku tvoří:

1. rezervy,
2. dlouhodobé a krátkodobé závazky,
3. bankovní úvěry a finanční výpomoci,
4. časové rozlišení.

Souhrnný pohled na kapitálovou strukturu podniku podává následující schéma.



Obrázek 4.1: Kapitálová struktura podniku

Zdroj: Kožená, M., Manažerská ekonomika, s. 14

Jednotlivým položkám kapitálové struktury bude věnována následující kapitola, týkající se zdrojů financování podniku. Vlastní a cizí kapitál je doplněn o další zdroje financování.

4.2 Finanční pohled: zdroje financování podniku

Z finančního pohledu je podnikový kapitál označován jako **zdroje financování podniku**. Financování podniku je souhrnný název pro získávání a rozdělování peněžních fondů v podniku. V této kapitole jsou charakterizovány jak zdroje financování členěné dle rozvahy podniku, tak zdroje, které v rozvaze uvedené nejsou, ale je možné je jako zdroj financování chápat.

Zdroje financování je možno členit dle různých hledisek, nejčastěji jsou používána tato hlediska:

- podle vlastnictví zdrojů:
 - zdroje vlastní,
 - zdroje cizí,
- podle původu zdrojů:
 - zdroje vnitřní (interní),
 - zdroje vnější (externí),
- podle pravidelnosti financování:
 - zdroje běžné,
 - zdroje mimořádné,
- podle doby, po kterou je kapitál v podniku k dispozici:
 - zdroje krátkodobé,
 - zdroje dlouhodobé.

Zdroje financování členěné **podle původu zdrojů** mohou být buď vnitřní (interní) nebo vnější (externí). O **vnitřní financování** se jedná v případě, že zdroje kapitálu přicházejí zevnitř podniku, jako např. podniková činnost, jejímž výsledkem je zisk (ze samofinancování), financování pomocí odpisů a dlouhodobých rezervních fondů, prostředků uvolněných rychlejším obrátem kapitálu apod. V případě **vnějšího financování** kapitál přichází z vnějšku, mimo podnik. Jedná se buď o financování z vlastních zdrojů (emise akcií, podílových listů aj.), nebo o financování z cizích zdrojů (úvěry, obligace, leasing, atd.).

Rozdělení kapitálu na interní a externí se v praxi využívá zejména pro zjištění schopnosti podniku generovat vlastní zdroje kapitálu (např. zisk po zdanění, odpisy), schopnosti managementu zapojit do podnikání alternativní vlastní zdroje kapitálu (např. dotace, rizikový kapitál) a ochoty majitelů vkládat do podnikání další peněžní prostředky (Šiman a Petera, 2010, s. 58).

Následující tabulka přehledným způsobem ukazuje vztahy mezi uvedenými způsoby členění zdrojů financování.

Tabulka 4.1: Členění zdrojů financování

Původ zdrojů	Vlastnictví zdrojů		
		vlastní	cizí
	interní	zisk odpisy	podniková banka rezervy na důchod
	externí	vkłady vlastníků dotace a dary rizikový kapitál	úvěry finančních institucí dluhopisy finanční leasing obchodní úvěry ostatní závazky

Zdroj: Kislingerová, E., Manažerské finance, s. 318

Podle pravidelnosti financování rozeznáváme financování běžné a mimořádné.

Financování běžné zahrnuje zajišťování a vynakládání finančních prostředků na běžný chod podniku (nákup materiálu, spotřebu energie, vyplácení mezd, placení daní, nájemného apod.). Toto financování se týká převážně oběžných aktiv, která bývají souhrnně označována jako hrubý pracovní kapitál (*Gross Working Capital*).

Financování mimořádné zahrnuje financování při zakládání podniku, financování při rozšiřování podniku a jeho aktivit, financování při spojování nebo sanaci podniku a financování při likvidaci podniku.

Podle doby, po kterou je kapitál podniku k dispozici, členíme financování na **krátkodobé** (financování oběžného majetku) a financování **dlouhodobé** (financování investic do investičního majetku a skupiny oběžného majetku, který má trvalý charakter) (Valach, 2001, s. 246).

4.2.1 Vlastní zdroje financování

Mezi **vlastní zdroje financování** (*Equity Capital*) patří: vklad podnikatele, zisk běžného účetního období, nerozdělený zisk z minulých let, fondy tvořené ze zisku, odpisy, rezervy, dary a dotace, emise akcií, výnosy z prodeje či likvidace investičního majetku a zásob, rozvojový (rizikový) kapitál (business angels, venture capital, private equity, apod.).

▪ Vklad podnikatele

Žádné podnikání se neobejde bez počátečního vkladu osob, které se rozhodnou podnikat. Souhrn počátečních vkladů společníků, družstevníků či akcionářů se označuje jako **základní kapitál**. Základní kapitál je peněžním vyjádřením souhrnu peněžitých i nepeněžitých vkladů všech společníků do společnosti. Základní kapitál je součástí vlastního kapitálu.

Základní kapitál je vytvářen povinně dle zákona č. 90/2012 Sb., o obchodních společnostech a družstvech, pouze u kapitálových společností. U společností s ručením omezeným minimální výši základního kapitálu zákon nyní nestanovuje (dříve 200 tis. Kč dle obchodního zákoníku), přičemž musí nově činit vklad každého ze společníků nejméně 1 Kč¹⁰, díky tomu je možné založit novou společnost s ručním omezeným se základním kapitálem již od 1 Kč. Minimální výše základního kapitálu akciové společnosti byla ZOK ujednocena na 2 000 000 korun nebo 80 000 EUR, vede-li společnost účetnictví v měně EUR.

Vklad u **společnosti s ručením omezeným** může být jak peněžitý, tak nepeněžitý, avšak nepeněžitým vkladem nesmí být práce, služby či pohledávka společníka za společností. Nepeněžitý vklad může tvořit jiná penězi ocenitelná hodnota, kterou může společnost hospodářsky využít, jako například nemovitost, auto, stroje nebo dokonce celý podnik, ale i nehmotný majetek třeba ve formě pohledávky, ochranné známky, či know-how.

Obchodní podíl je dle ZOK nově označován již pouze jako „podíl“ a je považován za věc v právním slova smyslu. Společnost může nově vydávat více druhů podílů, přičemž i jeden společník může vlastnit více druhů podílů. Vytvoření více druhů podílů však musí být umožněno společenskou smlouvou, kde je třeba určit, která práva a které povinnosti jsou s určitým druhem podílu spojeny a jak se určí hodnota podílu. Nejčastějším druhem podílu je **podíl základní**, se kterým nejsou spojena žádná zvláštní práva. Společnosti mohou také vytvořit podíly, které budou více odpovídat vlastnické struktuře a míře účasti každého společníka na podnikání společnosti. Může se jednat například o podíly, se kterými je spojeno přednostní právo na podíl na zisku, případně právo na pevný podíl na zisku, podíly

¹⁰ Zákon č. 90/2012 Sb., o obchodních společnostech a družstvech, § 142

bez příplatkové povinnosti, podíly s vyšší mírou vlivu na jednání společnosti, podíly s právem veta pro určitá rozhodnutí valné hromady apod.

ZOK dále umožňuje začlenit podíl do tzv. **kmenového listu**. Podíl se v takovém případě bude převádět rubopisem a předáním. Kmenový list bude moci být vydán jen pro podíly, jejichž převoditelnost není omezena nebo podmíněna, a to pro všechny podíly jednoho společníka dohromady, nebo pro každý podíl zvlášť.

U akciové společnosti základní kapitál vzniká emisí akcií o určité jmenovité hodnotě tak, že v první fázi dojde k úpisu akcií a ve druhé fázi ke splacení upsaného kapitálu. **Akcie** je cenný papír, s nímž jsou spojena práva akcionáře: právo podílet se na řízení akciové společnosti, právo na podíl na zisku prostřednictvím dividend a právo na podíl na likvidačním zůstatku při zániku společnosti.

Akcie mají **formu akcií na jméno a akcií na majitele**. Akcie na majitele ale již od 30.6.2013 mohou existovat jen jako zaknihovaný nebo tzv. imobilizovaný cenný papír.

Akciový kapitál je tvořen různými druhy akcií, přičemž v České republice mezi nejběžnější patří:

- **základní akcie** – tvoří největší skupinu. Majitelé základních akcií mají právo na podíl na zisku (po uspokojení prioritních akcií), pokud je nějaký zisk vytvořen. Kromě dividend mohou vlastníci základních akcií profitovat z kapitálového výnosu z prodeje akcií (je-li prodejní cena vyšší než nákupní).
- **prioritní akcie** – zaručují obvykle pevnou dividendu či přednostní nárok (vůči kmenovým akciím) na výnos z akcie, jsou proto méně rizikové než základní akcie. Vlastníci prioritních akcií mohou mít omezená hlasovací práva (Schall a Haley, 1991, s. 376).
- **zaměstnanecké akcie** – byly zrušeny zákonem č. 370/2000 Sb., kterým se měnil obchodní zákoník. Dříve zaměstnanecké akcie byly takové akcie, které zněly vždy na jméno a jejich nabyvatelé mohli být pouze zaměstnanci společnosti a ti zaměstnanci, kteří u téže společnosti již odešli do důchodu. Podrobnější úpravu, nabytí a podmínky vrácení ponechával zákon stanovám jednotlivých společností.

- ZOK zavádí novou formu akcie – tzv. **kusové akcie**. Tyto akcie nemají jmenovitou hodnotu, určenou konkrétním číslem, ale jejich hodnota je vyjádřena jako podíl na základním kapitálu společnosti (procentem či zlomkem). S každou kusovou akcií je spojen jeden hlas. Společnost musí zvolit mezi akciemi se jmenovitou hodnotou a akciemi kusovými – vydá-li akcie jedné formy, nemůže zároveň vydat i akcie formy druhé.
- Dle ZOK je možné nově vydávat i **další druhy akcií**. Tyto další druhy akcií mohou obsahovat zvláštní práva jako například jinak upravený podíl na zisku nebo likvidačním zůstatku nebo rozdílnou váhu hlasů na valné hromadě.

▪ **Kapitálové fondy**

Kapitálové fondy jsou další položkou, která tvoří vlastní kapitál podniku. Tvorba a čerpání kapitálových fondů se řídí stanovami společnosti. Jejich hlavní část tvoří tzv. emisní ážio, neboli rozdíl mezi skutečně dosaženou prodejní cenou akcií a jejich nominální hodnotou.

▪ **Výsledek hospodaření běžného účetního období a nerozdělený zisk**

Výsledek hospodaření podniku může být na základě rozhodnutí vlastníků buď rozdělen mezi vlastníky, nebo může zůstat v podniku ve formě nerozděleného zisku či je přidělen do fondů. **Nerozdělený výsledek hospodaření** minulých let posiluje finanční stabilitu podniku a zabezpečuje jeho budoucí vývoj. Pokud je však výsledkem hospodaření ztráta, tak snižuje hodnotu vlastního kapitálu (Šiman a Petera, 2010, s. 61).

▪ **Výnosy z prodeje či likvidace dlouhodobého majetku a zásob**

Výnosy z prodeje či likvidace dlouhodobého majetku a zásob jsou v rozvaze zahrnuty v položkách nerozdělený zisk či hospodářský výsledek běžného účetního období. Pokud podnik prodává či likviduje svůj vlastní majetek, získává tímto krokem finanční zdroje. Není tedy nutné výnosy z prodeje a likvidace majetku sledovat zvlášť, protože tyto výnosy jsou již součástí hospodářského výsledku.

▪ Odpisy

„Odpisy jsou peněžním vyjádřením opotřebení investičního (dlouhodobého) majetku za určité období, vyjadřují snižování hodnoty investičního (dlouhodobého) majetku. Jako součást nákladů pak snižují zisk a tím i odváděnou daň z příjmů, aniž jsou výdajem.“ (Kislingerová, 2010, s. 311)

Chápání odpisů jako interního zdroje financování podnikových potřeb není mezi ekonomy jednotné. Někteří odpisy nepovažují za finanční zdroj. Uvádějí, že jde pouze o přenesení původní ceny aktiv do nákladů, že nemají nezbytně formu peněz, ale jsou součástí aktiv podniku jako celku. Jiní tvrdí, že odpisy jako součást tržeb jsou podniku reálně k dispozici pro obnovu odpisovaného majetku a pokud je podnik po dobu životnosti použije pro jiné účely, musí pro zajištění obnovy odepsaného majetku použít jiné zdroje (Valach, 1999, s. 203).

Hodnota odpisů je v účetnictví pomocí nákladových účtů přenášena do ceny prodaných výrobků a služeb, kterou platí zákazníci, a pomocí inkasa tržeb je podnik získává zpět. Odpisy jsou součástí peněžních příjmů v cash flow. Z toho důvodu lze odpisy považovat za důležitý zdroj interního financování, který se vyznačuje vysokou mírou stability.

Odpisy jsou významnou součástí nákladů podniku. Podíl odpisů na celkových nákladech se u jednotlivých podniků liší v závislosti na jejich vybavenosti investičním majetkem. Jako součást provozních nákladů mají vliv na výši podnikového zisku, a tím i na daňový základ. Pomocí odpisů je tak možné významným způsobem ovlivnit vykazovaný výsledek hospodaření, jeho rentabilitu, daň z příjmu a potažmo i příjmy státního rozpočtu.

Odpisy jsou primárně určeny k financování obnovy dlouhodobého majetku, avšak pro účely obnovy jsou třeba až na konci životnosti majetku. Do té doby je zcela v kompetenci podnikatele či managementu, jakým způsobem je využije – zda na financování provozních výdajů, splátky úvěrů či půjček nebo k financování dlouhodobého rozvoje. Základní myšlenka zúčtování odpisů spočívá v zachování reálné hodnoty dlouhodobého majetku. Má být zajištěno, aby na konci doby životnosti majetku mohlo být kumulovanými odpisovými protihodnotami financováno pořízení náhradního statku.

Wöhe a Kislingerová (2007, s. 622) z tohoto hlediska rozlišují dva efekty zúčtování odpisů:

- **efekt uvolnění kapitálu,**
- **efekt navýšení kapacity.**

Efekt uvolnění kapitálu vyplývá z toho, že náhradní investice nemusí být uskutečněny okamžitě, protože dosažené ekvivalenty odpisů podniku plynou během celé doby životnosti statku a mohou být volně užívány až do úhrady náhradní investice.

Efekt zvýšení kapacity je zvláštním případem efektu uvolnění kapitálu. Jsou-li uvolněné prostředky ihned investovány do stejných zdrojů, může se zvýšit kapacita za období, aniž by bylo třeba opatřit si kapitál z cizích zdrojů. Tento efekt je v literatuře popisován jako **Ruchtiho efekt** nebo též jako **Lohmann-Ruchtiho efekt**. (Wöhe a Kislingerová, 2007, s. 623).

▪ **Rezervní fondy**

Obchodní zákoník do konce roku 2013 členil rezervní fondy na *zákonně vytvářené rezervní fondy* a *dobrovolně vytvářené rezervní fondy*. Zákon o obchodních korporacích a družstvech již nevyžaduje povinné vytváření rezervního fondu. Akciové společnosti a společnosti s ručením omezeným, které vznikly před rokem 2014, se mohou rozhodnout, zda stávající rezervní fond zachovají a budou ho i nadále ze zisku doplňovat, nebo zda rezervní fond za stanovených podmínek rozpustí. Pokud se rozhodnou v tvorbě rezervního fondu pokračovat, musí dodržet pravidla doplňování podle společenské smlouvy/stanov. Dobrovolně vytvářené rezervní fondy vznikají dle vlastního uvážení podniku.

Zdrojem prostředků **rezervního fondu** je disponibilní zisk, což je účetní zisk po zdanění. Důvodem, proč se rezervní fond odděluje od zisku, je jeho účel – rezervní fond slouží především k tomu, aby se z něj kryly ztráty a další negativní jevy, které mohou nastat v budoucnosti v životě společnosti. Rezervní fond může sloužit i jako zdroj budoucích eventuálních investic, kapitálových účastí, zvyšování základního kapitálu z vlastních zdrojů podniku apod.

▪ Dary a dotace

Dotace jsou považovány za externí vlastní zdroje financování. Subjekt, který dotace poskytuje, nezíská z této operace žádný finanční zisk ve formě úroku či podílu na zisku. Cílem dotací je obvykle podpora veřejně prospěšných či ekologických činností, které by jinak neměly možnost realizace.

Darem je věc nebo finanční prostředky, které dárce bezplatně přenechává obdarovanému. Důležitým kritériem posouzení zda se jedná o dar je skutečnost, že dar nemá žádné protiplnění.

▪ Navýšení základního kapitálu podniku

Základní kapitál obchodní společnosti může být **zvýšen** novými peněžitými nebo nepeněžitými vklady společníků. V akciové společnosti se obvykle jedná o vydání nových akcií, zvýšení nominální hodnoty dříve vydaných akcií, nebo odvody z nerozděleného zisku. Navýšením základního kapitálu podniku (a současně s tím i navýšením majetku) podnik získává externí vlastní zdroje financování.

V případě, že současní vlastníci podniku nemají zájem navyšovat své podíly v podniku, je zde varianta externích potenciálních investorů. Podnik může oslovit veřejnost pomocí veřejné výzvy k úpisu akcií, jedná se pak o tzv. **veřejnou emisi akcií** (*Public Offering*), nebo může oslovit vybraný okruh potenciálních investorů, v tom případě se jedná o získávání **vkladů od investorů** (*Private Equity*).

▪ Emise akcií

V České republice se obvykle pro všechny typy emise akcií používá termín primární emise akcií neboli IPO (*Initial Public Offering*). Tento přístup je použit i v této práci. Zahraniční zdroje však rozlišují, primární a sekundární emise akcií. Pokud se jedná o emisi akcií již existující akciové společnosti, jde o tzv. **sekundární emisi akcií** (SPO, *Secondary Public Offering*) či **sezónní emisi akcií** (SEO, *Seasoned Equity Offering*). Pokud akciová společnost provádí emisi akcií zcela poprvé, pak se jedná o tzv. **primární emisi akcií** IPO (primární veřejný úpis akcií). (Nývtová a Režňáková, 2007, s. 131)

Financování z externích vlastních zdrojů pomocí primární (či sekundární) emise akcií má pro podnik výhodu v tom, že společnosti nevznikají budoucí náklady na kapitál, nezvyšuje se objem závazků společnosti (zadluženost) a tím i ostatní finanční ukazatele nejsou negativně ovlivněny. Mezi nevýhody patří především vysoké náklady spojené s primární emisí a zvýšená informační povinnost.

▪ Vklady investorů (private equity)

Pojmem **rizikový a rozvojový soukromý kapitál** (VC&PE, *Venture Capital and Private Equity financing*) jsou nazývány fondy soukromého kapitálu, které vstupují do podniku jako dočasní investoři formou navýšení vlastního kapitálu (Režňáková, 2012, s. 38). Fondy soukromého kapitálu jsou spravované skupinou specializovaných profesionálních investorů. Zástupci fondů vyhledávají vhodné projekty pro investování, které přinesou mimořádné zhodnocení vloženého kapitálu. Zaměřují se především na podniky či odvětví s vysokým růstovým potenciálem. Od klasického vlastníka podniku se tito investoři odlišují tím, že běžný chod podniku nechávají na podniku samotném a účastní se pouze zásadních rozhodnutí v podniku. Pokud je investiční záměr investora neúspěšný, ztrácí veškeré vložené prostředky, ale pokud je záměr úspěšný, může investor dosáhnout vysokého zhodnocení vložené částky.

Dle European Private Equity and Venture Capital Association (EVCA) je **private equity** „*forma financování soukromých společností, které nejsou kótovány na burze cenných papírů*“. Tyto investice mohou být prováděny společnostmi soukromého kapitálu (**private equity**), společnostmi rizikového kapitálu (**venture capital**) nebo tzv. **business angels** (tzv. obchodní andělé, individuální investoři).“ Venture capital je „*profesionálně sdružený kapitál, který je investovaný spolu s podnikatelem do raných stádií rozvoje a růstu podniku. Náhradou za vysoké podstupované riziko je nadprůměrné zhodnocení investovaného kapitálu*“. Je typem private equity.

4.2.2 Cizí zdroje financování

V případě, že podnik jako zdroj financování využívá nástrojů dluhového financování, jedná se o **financování podniku cizími zdroji** (*Debt Financing*). Mezi cizí zdroje financování se řadí: závazky podniku, bankovní úvěry a půjčky, obchodní úvěry, emise

dluhopisů, leasing, faktoring a forfaiting a formy hybridního financování, ve kterém je podnik dlužníkem.

▪ **Závazky podniku**

Závazky podniku představují „*dluhy vztahující se k hospodářským transakcím, které již byly uskutečněny, dosud však nebyly uhrazeny*“. (Kožená, 2007, s. 15) Dle doby splatnosti dělíme závazky na dlouhodobé a krátkodobé.

Krátkodobé závazky slouží k zajištění běžného provozu podniku a mají splatnost do jednoho roku. Jedná se o závazky vůči:

- dodavatelům,
- zaměstnancům,
- finančním institucím, apod.

Dlouhodobé závazky jsou využívány k nákupu dlouhodobého investičního majetku a mají splatnost delší než jeden rok. Dlouhodobé závazky tvoří:

- dlouhodobé bankovní úvěry,
- obligace vydané podnikem,
- směnky k úhradě,
- leasing,
- jiné půjčky, apod.

▪ **Bankovní úvěry a půjčky**

Bankovní úvěry a výpomoci představují nejčastější externí zdroj financování. Úvěr označuje časově omezené, úplatné přenechání peněz obchodní bankou jejím klientům k volnému nebo smluvně vázanému použití (Wawrosz, 1999, 174). Právně upravuje problematiku peněžních úvěrů smlouva o úvěru. Ve smlouvě o úvěru je dohodnuta částka, kterou banka dlužníkovi půjčuje, doba splatnosti nebo termíny splátek a dále úroková sazba spolu se způsobem výpočtu úrokových plateb. Banka obvykle požaduje zajištění pro případ neplacení, osobní či věcné.

Úvěry mohou být krátkodobé (s dobou splatnosti do jednoho roku), střednědobé (s dobou splatnosti od jednoho do pěti let) a dlouhodobé (s dobou splatnosti nad pět let). Speciální

postavení mají tzv. revolvingové úvěry, což jsou krátkodobé úvěry, které jsou spláceny tak, že věřitel poskytne další úvěr. Finanční trh nabízí podnikům celou škálu různých typů úvěrů, které se od sebe vzájemně liší dobou splatnosti, formou zajištění, účelovostí, apod.

Mezi **krátkodobé bankovní úvěry** patří například kontokorentní úvěr, revolvingový úvěr, eskontní úvěr, akceptační úvěr, lombardní úvěr, záruční úvěr, ramboursní úvěr, negociační úvěr, apod.

Střednědobé a dlouhodobé úvěry jsou založeny na stejném principu jako úvěry krátkodobé, podle charakteru použití úvěru a jeho zajištění může doba splatnosti dosáhnout až několika desítek let. Jsou jimi financovány zpravidla rozsáhlé investiční projekty, jako je výstavba či rekonstrukce technologických celků. Příkladem dlouhodobého úvěru je úvěr hypoteční.

Kontokorentní úvěr je nejběžnějším typem krátkodobého úvěru. Je poskytován klientovi bankou k běžnému účtu na základě předem schváleného úvěrového rámce, který podnik čerpá v případě, že na účtu nemá žádné vlastní finanční prostředky. Z hlediska placených úroků patří kontokorentní úvěr k nejdražším úvěrům, proto tento typ úvěru představuje pro podnik spíše rezervu pro případ, že by došlo k výpadku plánovaných příjmů.

Revolvingový úvěr banka poskytuje pro průběžné (opakované) financování oběžného majetku podniku. Úvěr je založen na sjednání úvěrového limitu a jeho účelovém čerpání, které banka reguluje podle aktuální hodnoty zásob nebo pohledávek (Šiman a Petera, 2010, s. 65).

Eskontní a akceptační úvěry se řadí mezi tzv. směnečné úvěry. **Eskontní úvěr** je krátkodobý úvěr, který banka poskytuje prostřednictvím odkupu (tzv. eskontu) směnky před její splatností, za což si účtuje úrok (tzv. diskont). Podniky využívají směnky v běžném obchodním styku a v případě, že podnik (věřitel) potřebuje peníze dříve než v době splatnosti, může požádat banku o odkoupení směnky.

U **akceptačního úvěru** podnik postupuje bance směnku, která ji akceptuje, a tím se banka stává hlavním směnečným dlužníkem. Klient – podnik musí složit prostředky k úhradě závazků u banky ještě před splatností směnky. Tento typ úvěru se využívá ve spojení

s obchodním úvěrem. Pro prodávajícího je výhoda především v tom, že splacení bankou akceptované obchodní směnky představuje menší riziko.

Lombardní úvěr je úvěr, který je zajištěn zástavou movitých věcí či práv (směnek, cenných papírů, drahých kovů, zboží apod.). Obvykle je v rámci úvěru vyplacena pouze část hodnoty zástavy.

Záruční úvěr představuje pro podnik úvěrové zajištění bankou. Banka za podnik (svého zákazníka) přebírá záruku nebo garanci až do výše dohodnuté výše závazků. Záruka představuje zajištění specifikovaného úvěrového obchodu, zatímco garance představuje širší zajišťovací povinnost, na konkrétním dluhu nezávislou.

V zahraničním obchodě se využívají úvěry ramboursní a negociační. **Ramboursní úvěr** je formou akceptačního úvěru, která se používá při obchodování se zahraničním obchodním partnerem. Ramboursní banka na žádost dovozce akceptuje směnku, kterou na dovozce (dlužníka) vystavil vývozce (věřitel). **Negociační úvěr** je pak formou eskontního úvěru přizpůsobenou potřebám zahraničního obchodu. Dovoze předem zprostředkovává zahraničnímu dodavateli u odkupující (negociační) banky eskont směnky vystavené dodavatelem (vývozcem). (Černohorský a Teplý, 2011, s. 231-23).

Hypoteční úvěr je formou dlouhodobého úvěru zajištěný zástavním právem k nemovitosti. Banka financuje poskytování hypotečních úvěrů prostřednictvím emise hypotečních zástavních listů. Hypoteční úvěr může být buď účelový, kdy je přesně stanoven účel použití získaných peněžních prostředků, nebo neúčelový, kdy účel použití peněžních prostředků stanoven není a podnik může po zajištění úvěru zástavním právem k nemovitosti peněžní prostředky použít dle vlastního rozhodnutí.

▪ **Obchodní (dodavatelské) úvěry**

Obchodní (dodavatelský) úvěr je založen na obchodu mezi dvěma či více subjekty s odloženým placením. Tím, že dojde k dodávce zboží a služeb v určitém termínu a k platbě až následně po určité době (dle dohodnuté splatnosti faktur, např. za 30 až 90 dnů), dodavatel v podstatě svému odběrateli (podniku) poskytuje úvěr. Motivací dodavatele k poskytování těchto dodavatelských úvěrů je především zvýšení obrátu a snaha o udržení zákazníka. Na rozdíl od bank, dodavatelé neúčtují za poskytnutí

dodavatelských úvěrů úroky. Dodavatel ale obvykle již při stanovování nabídkové ceny s náklady na dodavatelský úvěr počítá a úroky zahrnuje do ceny.

Dodavatelský úvěr je formou krátkodobého financování, vhodnou pro podniky s nízkou likviditou a kapitálovým vybavením.

▪ **Rezervy**

„Rezervy představují účelově vytvořené zdroje financování na krytí finančně náročných výdajů“. (Nývtová a Marinič, 2010, s. 86) V podnikové rozvaze jsou zahrnovány mezi cizí zdroje, protože představují budoucí závazky podniku za provedení určitých výkonů externími dodavateli. Rezervy zahrnované do nákladů se dle české legislativy nemohou tvořit na kapitálové výdaje v souvislosti s pořízením hmotného a nehmotného majetku. Na rozdíl od rezervních fondů by rezervy neměly být považovány za možný zdroj financování podnikových investic. Mají však vliv na vykazovaný zisk, tím pádem i na nerozdělený zisk, který už je považován za interní zdroj financování podniku.

Rezervy se člení na:

- **rezervy účetní** – vytvářené v souladu se zákonem o účetnictví. Tvoří se na vrub nákladů, avšak jejich tvorba se dle zákona o daních z příjmů nepovažuje za daňový náklad.¹¹ Patří sem rezervy na rizika a ztráty, rezervy na daň z příjmu, rezervy na restrukturalizaci apod.,
- **rezervy zákonné** – tvoří se na vrub nákladů jako rezervy účetní, avšak podstatný rozdíl spočívá v tom, že jsou daňově uznatelné. Tvoří se dle zákona č. 593/1992, Sb. o rezervách pro zjištění základu daně z příjmů (např. rezerva na opravy) a zákona č. 44/1988, Sb. o ochraně a využití nerostného bohatství.

▪ **Emise dluhopisů**

Emise dluhopisů patří na rozdíl od emise akcií do kategorie cizích zdrojů. Dluhopis představuje dluhový cenný papír, který musí být v předem stanovené lhůtě splacen. V České republice není příliš obvyklé, že podniky získávají finanční zdroje pomocí emise dluhopisů, ačkoliv tato forma financování nabízí své výhody. S vlastnictvím dluhopisů není spojeno právo na rozhodování o činnosti podniku, takže vlastníci neztrácí kontrolu ani

¹¹ Zákon č. 586/1992 Sb., o daních z příjmů, § 25 odst. 11.

poměrný podíl. Úrok z dluhopisu je daňově uznatelným nákladem, snižuje základ pro výpočet daně z příjmů a je možno využít výhod daňového štítu¹². Emisí dluhopisů však podnik zvyšuje svoji zadluženost a ve srovnání s bankovním úvěrem náklady na tento kapitál bývají dražší emisní náklady. Emisí dluhopisů si podniky většinou nezajišťují samy, ale využívají služeb specializovaných emisních prostředníků.

▪ Leasing

Leasing je považován za speciální formu financování investiční činnosti podniku cizím kapitálem. Leasing označuje „*pronájem aktiv za předem sjednané nájemné*.“ (Růčková a Roubíčková, 2012, s. 69) Jedná se o třístranný právní vztah mezi dodavatelem (výrobcem či prodejcem), pronajímatelem (leasingovou společností) a nájemcem (uživatelé předmětu leasingu). Předmět leasingu je obvykle zakoupen pronajímatelem do vlastnictví na základě kupní smlouvy a poté je dále pronajímán nájemci na základě leasingové smlouvy. Existují různé druhy leasingu, mezi nejběžnější patří leasing finanční a operativní.

V rámci **finančního leasingu** je po uplynutí zákonem předepsané doby nájmu vlastnické právo k předmětu leasingu převedeno na nájemce. Po celou dobu trvání leasingové smlouvy je však předmět leasingu ve vlastnictví pronajímatele, který předmět leasingu odepisuje. Nákladem pro nájemce jsou leasingové splátky, které snižují základ pro odvod daně. Jedná se převážně o střednědobý zdroj financování.

Operativní leasing je krátkodobý pronájem majetku, kde veškerá rizika plynoucí z vlastnictví majetku nese pronajímatel. Pronajímatel zároveň provádí i veškerý servis spojený s pronajímaným majetkem, jako je údržba a opravy. Doba pronájmu je obvykle kratší než ekonomická životnost majetku a na konci doby pronájmu předmět leasingu nepřechází do majetku nájemce.

Možným zdrojem financování pro podnik může být i speciální forma leasingu, a to **leasing zpětný**, který podniku umožní zvýšit svou likviditu. Podnik svůj vlastní majetek prodá leasingové společnosti, aby tato leasingová společnost následně ten stejný majetek podniku pronajala na základě leasingové smlouvy. Výhodou je, že podnik získá hotové peněžní

¹² Daňový štít zde představují úroky z dluhopisu, které snižují náklady kapitálu u dluhopisů a tím dochází i k růstu výnosnosti vlastního kapitálu z důvodu působení finanční páky (*financial leverage*).

prostředky, které může využít jinde. Nevýhodou jsou náklady spojené s úhradou leasingových splátek včetně úroků.

Dle českých účetních standardů se leasing neprojeví v rozvaze podniku v plné výši, pouze jako náklady příštích období, což může zkreslovat ukazatele zadluženosti podniku (podnik vykazuje nižší zadluženost, než je objektivně zavázán splácet).

▪ Faktoring, forfaiting

Faktoring a forfaiting jsou vhodnou formou financování pro podnik, který potřebuje finanční zdroje dříve, než je splatnost jeho pohledávek. Využívá se především v zahraničním obchodě.

*„Termínem **faktoring** se označuje úplatné postoupení dosud nesplatných krátkodobých pohledávek za věřiteli na faktoringovou společnost (faktora) za předem dohodnutých finančních a věcných podmínek.“* (Režňáková, 2012, s. 95)

Forfaiting je *„bezregresní prodej zahraničních pohledávek speciálním finančním institucím (forfaitérům).“* (Wöhe a Kislingerová, 2007, s. 603)

Forfaiting se od faktoringu liší v tom, že je se jedná o úplatné postoupení dosud nesplatných střednědobých a dlouhodobých pohledávek (u faktoringu – krátkodobých), je u něj možný odprodej jednotlivých pohledávek a neuskutečňuje se speciální servis.

4.2.3 Další zdroje financování

Další zdroje financování nejsou zařazeny ani mezi zdroje vlastní ani cizí, protože zcela nebo z části nesplňují podmínky pro zařazení ani do jedné kategorie.

▪ Projektové financování

Projektové financování je speciálním typem financování, protože je zcela odděleno od stávajících aktivit podniku, a to nejčastěji tak, že je založena nezávislá právnická osoba – projektová společnost (SPV, *Special Purpose Vehicle*) (Kislingerová, 2010, s. 587). Projektové financování představuje získávání zdrojů pro financování rozsáhlých, kapitálově náročných projektů, které mohou být na dosavadní činnosti podniku relativně nezávislé a v budoucnu budou generovat vlastní samostatné příjmy.

Projektová společnost získává zdroje pomocí upisování akcií od „sponzorů projektu“, emisí dlouhodobých obligací a pomocí syndikovaných bankovních úvěrů¹³. Mezi hlavní výhody projektového financování patří to, že původnímu podniku se dluhové závazky vůči bankám a věřitelům neobjevují v bilanci.

▪ **Exportní financování**

V případě **exportního financování** či financování vývozu se obvykle jedná o exportní financování a pojištění se státní podporou. Podniky zabývající se exportem musí ve svém podnikání čelit vyšším rizikům a vynakládat vyšší náklady na prodej svých výrobků. Zahraniční obchod byl vždy spojen s většími výdaji a riziky než obchod vnitrostátní. To je dáno nejen geografickou vzdáleností vyvážející a dovážející země, ale i vyšší mírou rizikovosti. Vzhledem k tomu, že export má pro výkonnost ekonomiky každé země značný význam, státy se snaží podniky ve své zemi v jejich exportních aktivitách podporovat.

V České republice za tímto účelem působí Exportní a garanční pojišťovna (EGAP) a Česká exportní banka (ČEB), které zajišťují státní podporu exportu v oblasti pojistných a finančních služeb. Státní podpora exportu je soustředěna především na operace, které kvůli riziku či objemu nemohou realizovat komerční pojišťovny a banky. Zejména se jedná o exporty do nestabilních zemí.

Státní podpora exportu je značným zásahem do fungování trhu, proto jsou stanovena legislativní pravidla, kterými se podpořené exportní financování musí řídit. V České republice je to především zákon č. 58/1995 Sb., o pojišťování a financování vývozu se státní podporou¹⁴. Většina zemí dále dodržuje soubor „gentlemanských“ pravidel tzv. Konsensus OECD.

Poskytování vývozních úvěrů a finančních služeb spojených s vývozem se děje za zvýhodněných podmínek, zejména pokud jde o úrokové sazby a dobu splatnosti úvěru. Mezi produkty podpořeného financování dle ČEB patří:

¹³ **Syndikovaný úvěr** je dlouhodobý úvěr poskytovaný skupinou bank za jednotných podmínek.

¹⁴ Zákon č. 58/1995 Sb., o pojišťování a financování vývozu se státní podporou, ve znění pozdějších předpisů.

- *Úvěr na financování výroby pro vývoz (tzv. předexportní úvěr)* - umožňuje českému výrobcí, resp. vývozci financovat náklady spojené s realizací dodávek pro zahraničního kupujícího (dovozce).
- *Přímý vývozní dodavatelský úvěr* - umožňuje českému vývozci profinancovat pohledávky vůči zahraničnímu kupujícímu.
- *Přímý vývozní odběratelský úvěr* - příjemcem úvěru je zahraniční dovozce. Umožňuje realizaci objemnějších dodávek českého vývozce pro zahraničního kupujícího. V současnosti nejčastěji využívaný druh exportního úvěru.
- *Nepřímý vývozní odběratelský úvěr* - příjemcem úvěru je banka zahraničního dovozce. Umožňuje realizaci objemnějších dodávek českého vývozce pro zahraničního kupujícího.
- *Úvěr na investice v zahraničí* - umožňuje českému investorovi získat dlouhodobé úvěrové zdroje pro realizaci investice v zahraničí.
- *Refinanční vývozní dodavatelský úvěr* - umožňuje poskytnout bance vývozce prostředky, které tato využije k poskytnutí úvěru vývozci za zvýhodněných podmínek.
- *Refinanční vývozní odběratelský úvěr* - umožňuje poskytnout bance vývozce prostředky, které tato využije k poskytnutí úvěru zahraničnímu dovozci za zvýhodněných podmínek.
- *Odkup pohledávek z akreditivů bez postihu* - umožňuje českému vývozci již v současnosti realizovat pohledávku z vývozu spojenou s dokumentárním akreditivem s odloženou platbou či s akceptací směnky.
- *Odkup vývozních pohledávek s pojištěním bez postihu* - umožňuje českému vývozci již v současnosti realizovat pohledávku z vývozu, která je pojištěna proti vývozním úvěrovým rizikům
- *Bankovní záruky, apod.*

▪ **Zahraniční investice**

Kapitálové vstupy podniků na zahraniční trhy mohou mít formu přímých nebo portfoliových investic.

Přímé zahraniční investice jsou takové investice, jejichž účelem je založení, získání nebo rozšíření trvalých ekonomických vztahů mezi investorem jedné země a podnikem se sídlem v jiné zemi. Přímé zahraniční investice mohou mít různé formy: formu kapitálových vkladů (hmotných a nehmotných investic), formu vnitrofiremních půjček či reinvestovaného zisku. Obvykle se jedná o fúze a akvizice nově zakládaných podniků a společné podnikání (*Joint Venture*) (Vochozka a Mulač, 2012, s. 513). Stát se obvykle snaží přilákat do země investory pomocí různých investičních pobídek. Investiční pobídky spočívají např. ve formě osvobození od cel a daní, příspěvcích na nově vytvořená pracovní místa, rekvalifikacích, výhodných cenách pozemků apod.

Portfoliové investice spočívají v nákupu finančních aktiv (akcií nebo jiných cenných papírů) společností zahraničním investorem.

5 Výsledky výzkumu

Tato část disertační práce předkládá výsledky dílčích výzkumů v oblasti zdrojů financování a kapitálové struktury podniků. Nejprve je v první kapitole provedena základní analýza vnějšího prostředí podniku (kapitola 5.1).

Druhá kapitola je věnována zhodnocení potenciálu kapitálového trhu pro financování českých podniků a je provedena komparativní analýza kapitálové struktury firem kótovaných na BCPP a firem nekótovaných (kapitola 5.2).

V následující třetí kapitole jsou prezentovány výsledky provedeného empirického výzkumu zadluženosti firem v České republice (kapitola 5.3).

Kapitola 5.4 je zaměřena na vyhodnocení trendů ve vývoji kapitálové struktury dle jednotlivých odvětví na základě dílčího empirického výzkumu.

Pátá kapitola praktické části je věnována prezentaci výstupů dotazníkového šetření zaměřeného na identifikaci faktorů determinujících kapitálovou strukturu firem v ČR za použití metod jednoduché popisné statistiky a faktorové analýzy (kapitola 5.5).

Na závěr je provedeno shrnutí poznatků všech jednotlivých zkoumání.

5.1 Analýza vnějšího prostředí podniku

Transformace, privatizace a restrukturalizace ekonomiky, vytváření institucí tržní ekonomiky, transfer technologií a adaptace ekonomických subjektů na nové podmínky vytvářely prostředí pro formování kapitálové struktury jednotlivých podniků a celých odvětví ekonomiky ČR.

Česká ekonomika v období první dekády třetího tisíciletí vykazovala pravidelný růst, s výjimkou finanční krize z let 2007 až 2009. Průměrný **růst české ekonomiky** byl v těchto deseti letech 3,3 %, a to i se započítáním krizového roku 2009, kdy ekonomika ztratila 4,7 %. Naopak nejlepší období česká ekonomika prožívala na přelomu let 2006/2007, kdy vykazovala růst přes 7 %. Rok 2011 byl ve znamení poklesu tempa růstu, následovaný meziročním mírným poklesem HDP v letech 2012 a 2013. Vývoj hrubého

domácího produktu počítaného jako souhrn hodnot přidaných zpracováním ve všech odvětvích činností považovaných v systému národního účetnictví za produktivní (tj. včetně služeb tržních i netržních) a meziroční změnu hrubého domácího produktu zachycuje tabulka 5.1.

Tabulka 5.1: Vývoj hrubého domácího produktu ČR v letech 2000 až 2013

<i>Rok</i>	<i>Hrubý domácí produkt (v mld. Kč)</i>	<i>Růst HDP (meziročně, v %)</i>
2000	2 269,7	4,2
2001	2 448,6	3,1
2002	2 567,5	2,1
2003	2 688,1	3,8
2004	2 929,2	4,7
2005	3 116,1	6,8
2006	3 352,6	7,0
2007	3 662,6	5,7
2008	3 848,4	3,1
2009	3 759,0	-4,5
2010	3 790,9	2,5
2011	3 823,4	1,8
2012	3 845,9	-1,0
2013	3 883,8	-0,9

Zdroj: vlastní zpracování dle ČSÚ a)

V roce 2000, shodně jako v letech následujících až do současnosti (rok 2014), byla oficiální českou měnou koruna česká. Společná evropská měna euro v roce 2000 ještě neexistovala v podobě bankovek a mincí, po vzniku eurozóny euro existovalo pouze v bezhotovostní formě. V hotovostní podobě se euro objevilo až na začátku roku 2002 v 11 zemích Evropské unie a postupně se rozšiřovalo i do dalších zemí. Jak je patrné z tabulky 5.2, koruna česká vůči euru od roku 2000 průběžně posilovala, přičemž nejnižšího průměru denních nominálních kurzů bylo dosaženo v roce 2011. V následných letech 2012 a 2013 je patrné mírné oslabení **kurzu koruny**, po kterém následovala prudká změna devizového kurzu až k hranici nad 27 Kč za euro v důsledku devizových intervencí provedených v listopadu 2013 Českou národní bankou s cílem hladkého plnění dvouprocentního inflačního cíle.

Tabulka 5.2: Vývoj kurzu CZK/EUR v letech 2000 až 2013 (průměr denních nominálních kurzů koruny vůči euru za rok)

<i>Rok</i>	<i>Kurz CZK/EUR</i>
2000	35,610
2001	34,083
2002	30,812
2003	31,844
2004	31,904
2005	29,784
2006	28,343
2007	27,762
2008	24,942
2009	26,445
2010	25,290
2011	24,586
2012	25,143
2013	25,974

Zdroj: vlastní zpracování dle ČSÚ b)

Českou ekonomiku je od konce devadesátých let možné považovat za nízkoinflační (MFCR, 2012). **Míra inflace** v roce 2000 dosahovala 3,9 %. Od počátku roku 2005 se meziroční růst spotřebitelských cen nachází pod 2 %, v červnu 2005 dosáhl 1,8 %. Pokles meziroční míry inflace byl přerušen krizovými roky 2007 a 2008, v roce 2010 se však již nachází na nízké úrovni 1,5 %. Vývoj cenové hladiny v roce 2013 nenasvědčoval výraznému růstu inflace v dalším roce, naopak odborníci stále častěji hovořili o hrozící deflaci.

Do vývoje inflace zasáhly devizové intervence ČNB, které zřejmě deflaci zabránily, i když vývoj míry inflace na počátku roku 2014 byl odhadován na pouhé 0,2 %. Vývoj míry inflace vypočtené jako procentní změna průměrné cenové hladiny za dvanáct měsíců roku proti průměrné cenové hladině dvanácti měsíců předchozího roku ukazuje tabulka 5.3.

Tabulka 5.3: Vývoj míry inflace v ČR v letech 2000 až 2013

<i>Rok</i>	<i>Míra inflace (v %, meziroční průměr)</i>
2000	3,9
2001	4,7
2002	1,8
2003	0,1
2004	2,8
2005	1,9
2006	2,5
2007	2,8
2008	6,3
2009	1,0
2010	1,5
2011	1,9
2012	3,3
2013	1,4

Zdroj: vlastní zpracování dle ČSÚ b)

V období po roce 1995 došlo ke skokovému nárůstu **nezaměstnanosti** a v průběhu druhé poloviny devadesátých let se míra nezaměstnanosti dostala na úroveň srovnatelnou s průměrem eurozóny i EU 25. Míra nezaměstnanosti v roce 2000 byla na úrovni 8,8 %, od té doby mírně klesá, v roce 2005 dosahovala nezaměstnanost 7,9 %, poté se mírně snížila na 4,4 % v roce 2008 a v roce 2010 opět vzrostla na 7,3%. Od té doby je míra nezaměstnanosti konstantní. Viz tabulka 5.4.

Tabulka 5.4: Vývoj obecné míry nezaměstnanosti v ČR v letech 2000 až 2013

<i>Rok</i>	<i>Obecná míra nezaměstnanosti (v %)¹⁵</i>
2000	8,8
2001	8,1
2002	7,3
2003	7,8
2004	8,3
2005	7,9
2006	7,1
2007	5,3
2008	4,4
2009	6,7
2010	7,3
2011	6,7
2012	7,0
2013	7,0

Zdroj: vlastní zpracování dle ČSÚ b)

U **obchodní bilance** (tabulka 5.5) v roce 2000 došlo k prohloubení deficitu na úroveň 126,8 mld. Kč tj. 6,6 % HDP. Růst strojírenského vývozu v roce 2005 vedl k přechodu obchodní bilance České republiky do aktivní pozice a k poklesu deficitu běžného účtu. Zahraniční obchod zaznamenal v roce 2005 do té doby nejlepší výsledky za dobu existence České republiky. Od té doby je bilance zahraničního obchodu kladná a má rostoucí tendenci, kromě krizového roku 2008 a roku 2010. Dle ankety týdeníku Ekonom (Němec a Korbel, 2014) podnikatelé přiznávají, že zásah ČNB ve prospěch oslabení koruny z konce roku 2013 jim pomohl, přičemž dopady intervence hodnotí kladně především průmyslové firmy orientované na export.

¹⁵ Obecná míra nezaměstnanosti (ILO) je počítána jako podíl počtu nezaměstnaných na celkové pracovní síle (v procentech).

Tabulka 5.5: Zahraníční obchod České republiky v letech 2000 až 2013

<i>Rok</i>	<i>Vývoz (v mld. Kč)</i>	<i>Dovoz (v mld. Kč)</i>	<i>Bilance (v mld. Kč)</i>
2000	1 121,10	1 241,90	-120,8
2001	1 268,10	1 385,60	-117,4
2002	1 254,90	1 325,70	-70,8
2003	1 370,90	1 440,70	-69,8
2004	1 722,70	1 749,10	-26,4
2005	1 868,60	1 830,00	38,6
2006	2 144,60	2 104,80	39,8
2007	2 479,20	2 391,30	87,9
2008	2 473,70	2 406,50	67,2
2009	2 138,60	1 989,00	149,6
2010	2 532,80	2 411,60	121,2
2011	2 878,70	2 687,60	191,1
2012	3 072,60	2 766,90	305,7
2013	3 167,40	2 816,80	350,6

Zdroj: vlastní zpracování dle ČSÚ b)

Finanční a bankovní trh v roce 2000 teprve dokončoval svou porevoluční stabilizaci. V roce 1999 došlo k privatizaci Československé obchodní banky (ČSOB) a v roce 2000 stát prodal Českou spořitelnu. V roce 2000 zároveň došlo do té doby k ojedinělému pádu jedné z největších obchodních bank, tehdejší Investiční a poštovní banky (IPB). Česká národní banka v ní poté zavedla nucenou správu a banka byla prodána konkurenční ČSOB.

Základní úrokové sazby stanovované Českou národní bankou, od kterých se odvíjí i úročení komerčních úvěrů, se v průběhu daného desetiletí výrazně snižovaly. Od listopadu 2012 jsou úrokové sazby na rekordně nízké úrovni označované jako technická nula. Hlavní sazba ČNB dvoutýdenní repo sazba (2T repo sazba), od níž se odvíjí úročení komerčních úvěrů, klesla na minimální hodnotu 0,05 procenta (prakticky nejnižší na světě společně se Švýcarskem, Japonskem a několika dalšími státy). Cílem takto nízkých sazeb je podpora ekonomického růstu. Úrokové sazby platné ke konci jednotlivých období jsou zachycené v tabulce 5.6. Aktuálně účinná míra povinných minimálních rezerv (PMR) v České republice je 2 %, přičemž k poslední změně povinných minimálních rezerv došlo 7. 10. 1999, kdy výše sazby PMR dosáhla hodnoty stanovené Evropskou centrální bankou pro banky v Evropské hospodářské a měnové unii (EMU).

Tabulka 5.6: Vývoj úrokových sazeb ČNB od roku 2001 (v %)

<i>Stav k</i>	<i>2T repo sazba</i>	<i>Diskontní sazba</i>	<i>Lombardní sazba</i>	<i>PMR</i>
27.7.2001	5,25	4,25	6,25	2,00
30.11.2001	4,75	3,75	5,75	2,00
22.1.2002	4,50	3,50	5,50	2,00
1.2.2002	4,25	3,25	5,25	2,00
26.4.2002	3,75	2,75	4,75	2,00
26.7.2002	3,00	2,00	4,00	2,00
1.11.2002	2,75	1,75	3,75	2,00
31.1.2003	2,50	1,50	3,50	2,00
26.6.2003	2,25	1,25	3,25	2,00
1.8.2003	2,00	1,00	3,00	2,00
25.6.2004	2,25	1,25	3,25	2,00
27.8.2004	2,50	1,50	3,50	2,00
28.1.2005	2,25	1,25	3,25	2,00
1.4.2005	2,00	1,00	3,00	2,00
29.4.2005	1,75	0,75	2,75	2,00
31.10.2005	2,00	1,00	3,00	2,00
28.7.2006	2,25	1,25	3,25	2,00
29.9.2006	2,50	1,50	3,50	2,00
31.5.2007	2,75	1,75	3,75	2,00
26.7.2007	3,00	2,00	4,00	2,00
30.8.2007	3,25	2,25	4,25	2,00
29.11.2007	3,50	2,50	4,50	2,00
8.2.2008	3,75	2,75	4,75	2,00
8.8.2008	3,50	2,50	4,50	2,00
7.11.2008	2,75	1,75	3,75	2,00
17.12.2008	2,25	1,25	3,25	2,00
6.2.2009	1,75	0,75	2,75	2,00
7.5.2009	1,50	0,50	2,50	2,00
7.8.2009	1,25	0,25	2,25	2,00
17.12.2009	1,00	0,25	2,00	2,00
7.5.2010	0,75	0,25	1,75	2,00
29.6.2012	0,50	0,25	1,50	2,00
1.10.2012	0,25	0,10	0,75	2,00
2.11.2012	0,05	0,05	0,25	2,00

Zdroj: vlastní zpracování dle ČNB a)

Dlouhodobé úrokové sazby bank používané při refinancování nebankovních finančních institucí (s možným dopadem na ceny finančních produktů pro podnikatelské subjekty) se od roku 2000 do současnosti postupně snižovaly až na hodnotu 2,2 % v roce 2013.

Tabulka 5.7: Výnos desetiletého státního dluhopisu od roku 2000 do roku 2013

<i>Rok</i>	<i>Výnos desetiletého státního dluhopisu (v %)</i>
2000	7,38
2001	5,43
2002	4,15
2003	4,82
2004	4,14
2005	3,61
2006	3,77
2007	4,68
2008	4,30
2009	3,98
2010	3,89
2011	3,70
2012	1,92
2013	2,20

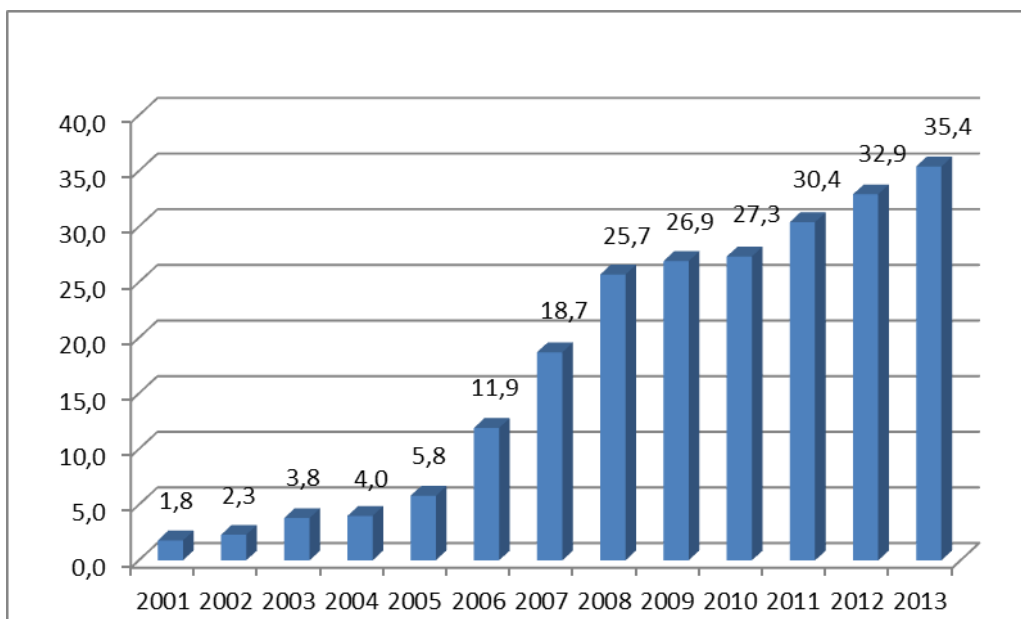
Zdroj: vlastní zpracování dle ČNB b)

Finanční leasing byl nastaven v 90. letech minulého století jako produkt pro financování spotřebitelů a investičních potřeb především firem bez delší finanční historie. Podnikatelským subjektům nabízel řadu výhod a podílel se významně na rozvoji české ekonomiky. Po daňových změnách v roce 2008, které způsobily dramatický pokles atraktivity leasingu movitých i nemovitých věcí pro soukromé subjekty i podnikatele, začaly leasingové společnosti intenzivně vstupovat na trh s dalšími **nebankovními produkty**, především se spotřebitelskými a nebankovními úvěry. Postupně se zvyšoval zájem o operativní leasing (jeho podíl na celkovém leasingu dosáhl v r. 2010 25,8 %). Na výsledcích nebankovního finančního trhu se projevilo i rozšiřování nabídky leasingových společností o úvěrové produkty (viz obrázek 5.1).

Tabulka 5.8: Vývoj objemu leasingových obchodů od roku 2000 do roku 2013 (v mld. Kč)

<i>Rok</i>	<i>Leasing nemovitých věcí</i>	<i>Leasing movitých věcí</i>
2000	4,40	84,50
2001	5,80	96,00
2002	9,10	97,00
2003	9,40	99,30
2004	11,80	96,60
2005	12,60	100,50
2006	11,20	106,40
2007	11,90	122,70
2008	11,60	95,50
2009	3,20	44,20
2010	2,10	47,00
2011	2,70	46,40
2012	3,10	37,90
2013	2,00	38,50

Zdroj: vlastní zpracování dle ČLFA, 2013



Obrázek 5.1: Vývoj nebankovních podnikatelských úvěrů od roku 2001 do roku 2013 (v mld. Kč)

Zdroj: vlastní zpracování dle ČLFA, 2013

Mezi další vnější faktory, jež mohou mít vliv na kapitálovou strukturu a volbu zdrojů financování podnikatelskými subjekty, patří i **daňové a účetní podmínky pro**

podnikatele. Sazba daně z příjmu právnických osob vykazovala klesající tendenci (viz tabulka 5.9), v roce 2000 dosahovala výše 31 % ze základu daně, v roce 2005 pak 26 % a od roku 2010 činí pouze 19 %.

Tabulka 5.9: Vývoj sazby daně z příjmů právnických osob v letech 2000 až 2013

<i>Rok</i>	<i>Sazba daně z příjmů právnických osob (v %)</i>
2000	31%
2001	31%
2002	31%
2003	31%
2004	28%
2005	26%
2006	24%
2007	24%
2008	21%
2009	20%
2010	19%
2011	19%
2012	19%
2013	19%

Zdroj: Euroekonom, 2014

5.2 Zhodnocení potenciálu kapitálového trhu pro financování českých podniků

Kapitálový trh jako jeden ze zdrojů financování je v České republice využíván ve velmi omezené míře. Bylo provedeno zjišťování příčin nezájmu českých firem o financování pomocí emisí akcií či obligací. Dále byla provedena analýza současného stavu využívání IPO pro získání dodatečných zdrojů financování. Cílem dílčího výzkumu týkajícího se kapitálové struktury českých firem se zaměřením na podíl vlastního kapitálu, akcií, obligací a bankovních úvěrů ve vybraných odvětvích podnikání bylo ověřit funkci kapitálové trhu jako varianty podnikového financování.

5.2.1 Finanční systém a jeho typy

Finanční systém je tvořen souborem finančních trhů a umožňuje přemísťovat finanční prostředky od přebytkových subjektů k deficitním subjektům pomocí finančních instrumentů a zprostředkovávat platby za uskutečněné transakce.

Pokud přesun peněz mezi deficitními a přebytkovými subjekty probíhá přímo prostřednictvím emitovaných cenných papírů, jedná se o typ finančního systému označovaný jako **M-systém** (*Market Based Financial System*). M-systém je založen na přímém investování přebytkových subjektů (podniků i domácností) do cenných papírů, případně na investování prostřednictvím institucionálních investorů (penzijních a investičních fondů).

Oproti tomu **B-systém** (*Bank Based Financial System*) je založen na zprostředkovatelském financování, v němž je typická dominantní role bank. Banky emitují vlastní finanční nástroje (depozita, cenné papíry), prostřednictvím nichž shromažďují volné finanční prostředky a následně je pak investují do podnikových cenných papírů či podnikatelských projektů. Přímé financování podniků, tj. získávání finančních zdrojů přímo na kapitálovém trhu prostřednictvím emise cenných papírů, je v tomto systému pouze doplňkovým zdrojem. Pro Českou republiku je typický právě B-typ finančního systému (Režňáková, 2012, s. 31-32).

Výsledky analýzy provedené ČNB potvrzují model bankovního financování firem v ČR a poukazují na vysokou relevanci modelu jedné (výhradní) financující banky. Tento model využívají především menší a mladší firmy a firmy v technologicky a znalostně náročných odvětvích. Naopak firmy s horší bonitou a firmy v cyklických odvětvích se spíše financují u více bank (Geršl a Jakubík, 2009).

5.2.2 Význam kapitálového trhu pro ekonomiku

Oba modely finančního systému mají své výhody i nevýhody, avšak ekonomika založená na B-systému dosahuje obvykle nižšího výkonu ve srovnání s funkčním přímým financováním (M-systém). V případě M-systému jsou individuální investoři ochotni financovat i bankami zamítnuté podnikatelské záměry, které v B-systému zůstávají z důvodu vyššího podstupovaného rizika nefinancované.

Kapitálový trh je vymezen jako část finančního trhu, kde se obchoduje s dlouhodobými úvěry a finančními dokumenty, jejichž doba splatnosti je delší než jeden rok. Kapitálový trh má ve vyspělých tržních ekonomikách v podstatě dvě základní funkce: funkci oceňovací a alokační. Na kapitálovém trhu je prostřednictvím tržní ceny akcií determinována tržní hodnota podniku, míra výnosnosti požadovaná investory u jednotlivých cenných papírů kvantifikuje riziko spojené s podnikatelskými aktivitami, akciový trh lze navíc považovat za spolehlivý indikátor hospodářského vývoje (Nývtová a Režňáková, 2007, s. 90). Alokační funkce spočívá v pohybu finančních prostředků od přebytkových subjektů k subjektům deficitním prostřednictvím různých instrumentů finančního trhu, což zároveň vede k redistribuci rizika mezi jednotlivými ekonomickými subjekty. Mezi další funkce finančních trhů patří poskytování likvidity či redukce transakčních nákladů (Polouček, 2006, s. 207).

Pokud minimálně jedna ze dvou uvedených základních funkcí není na daném kapitálovém trhu splněna, pak tyto trhy pravděpodobně mají jisté nedostatečnosti, jako je nedůvěra investorů či emitentů cenných papírů, či nedostatečná likvidita trhu. Dalšími důvody pro nefunkčnosti či neefektivitu kapitálového trhu v ekonomice může být omezená velikost ekonomiky či historicky velmi silný vliv bankovního sektoru. Jak již bylo zmíněno, mezi ekonomiky orientované na kapitálový trh historicky patří Velká Británie či Spojené státy americké, a mezi ekonomiky orientované na bankovní sektor patří země kontinentální Evropy (Francie, Německo, atd.) a Japonsko. Česká republika tradičně patří do skupiny ekonomik se závislostí na bankovním sektoru.

Většina odborníků se shoduje na tom, že vzájemné propojení kapitálových trhů a ekonomiky je velmi silné a má výrazné pozitivní efekty na výstup celé ekonomiky. V případě, že ekonomika primárně spoléhá na přeměnu úspor v investice pomocí bankovního systému, pak výkonnost ekonomiky je nižší a dynamika vývoje ekonomiky je pomalejší. Dle odhadů Mezinárodního měnového fondu, pokles tržní kapitalizace o 10 procent může vyvolat 0,8 až 3% pokles hrubého domácího produktu (Vajsejtl, 2004).

Charakteristickým znakem financování prostřednictvím kapitálového trhu je na rozdíl od financování pomocí bankovního trhu individualizace rizika. Na kapitálovém trhu investoři na rozdíl od bank riskují své vlastní peníze, což je vede k tomu, aby se v rámci nejistoty a

rizika chovali obezřetně, a tím je zajištěna stabilita finančního systému (Nývtová a Režňáková, 2007, s. 89).

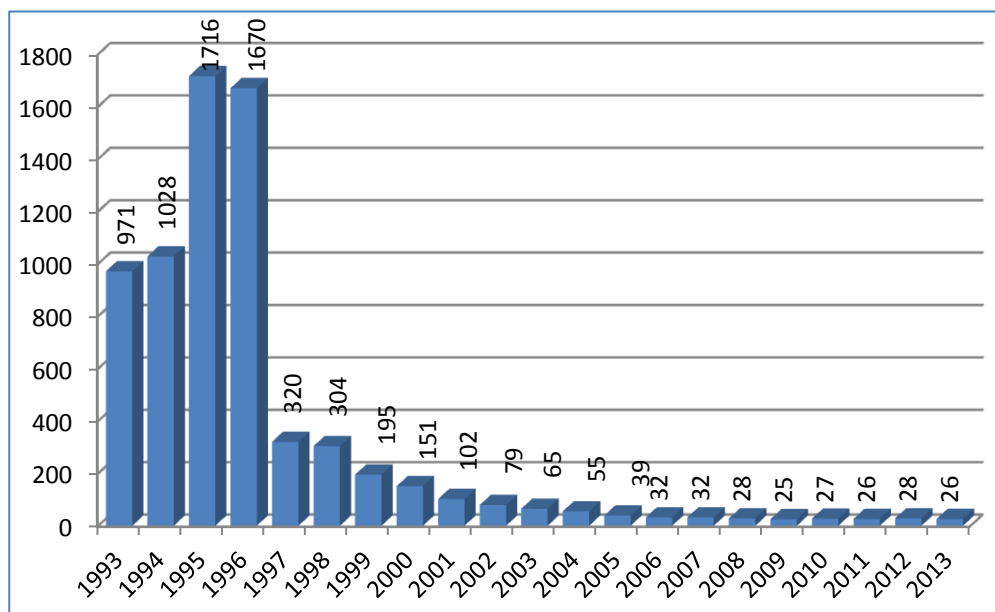
5.2.3 Specifika českého kapitálového trhu

Teorie efektivního trhu předpokládá, že na efektivním trhu mohou účastníci trhu snadno a levně získat veškeré požadované informace. Ceny cenných papírů jsou stanoveny na základě všech relevantních informací a jsou tedy stanoveny na základě jejich skutečné hodnoty – tzv. pravdivé hodnoty (*True Value*). V reálném finančním světě však některé informace mohou ovlivnit ceny cenných papírů rychleji než jiné informace, proto je informační efektivita trhů členěna podle dostupnosti informací na trhy slabě efektivní, trhy středně efektivní a trhy silně efektivní (Ross, 1996, s. 335-343).

Dle studie Hanouska a Filera (2000) je pro český kapitálový trh charakteristická střední forma efektivnosti. Trh vstřebává všechny aktuální makroekonomické i mikroekonomické informace okamžitě a na základě běžně dostupných informací správně oceňuje akcie. Nedostatky nejsou v tržním mechanismu, ale v nedokonalé legislativě a v nedostatečném dodržování pravidel emitenty cenných papírů.

5.2.4 Vývoj českého kapitálového trhu

Současná situace na českém kapitálovém trhu je výrazně ovlivněna relativně krátkou historií fungování finančních a kapitálových trhů v České republice. Oficiálním burzovním trhem se stala Burza cenných papírů Praha (BCPP), když byla v roce 1992 znovuoobnovena její činnost a v roce 1993 se na parketu burzy uskutečnily první obchody. Vývoj na českém kapitálovém trhu byl silně ovlivněn první vlnou kupónové privatizace, po které bylo na pražském burzovním trhu umístěno neuvěřitelných 955 emisí akcií. Druhá vlna kupónové privatizace umístila na kapitálový trh dalších 674 akciových titulů v roce 1995. Burza tak fungovala jako místo, na kterém mohli investoři zpeněžit nabyté akcie, svou kapitálovou roli však neplnila. Akcie většiny firem byly zcela nelikvidní, což mělo za následek neustálé snižování obchodovaných titulů na BCPP, viz obrázek 5.2. V roce 2013 se na BCPP obchodovalo pouze s 26 akciovými tituly. Výsledkem je, že je role pražské burzy pouze okrajová, na trhu se obchoduje velmi málo kvalitních titulů a až na výjimky je ignorována zahraničními investory.



Obrázek 5.2: Počet akciových titulů obchodovaných na Burze cenných papírů Praha v období 1993 až 2013

Zdroj: vlastní zpracování dle BCPP a)

V současné době v České republice fungují dva regulované kapitálové trhy. Kromě Burzy cenných papírů Praha je to i RM-SYSTÉM, česká burza cenných papírů. RM-SYSTÉM fungoval od roku 1993 jako mimoburzovní trh a od roku 2008 se transformoval na standardní burzu, zaměřenou především na drobné a střední investory (RM-SYSTÉM, 2014). Burza cenných papírů Praha reprezentuje oficiální kapitálový trh, na kterém se obchodují akcie nejvýznamnějších českých i zahraničních společností. Na obou trzích se obchoduje s domácími i zahraničními akciemi, obligacemi, investičními certifikáty, futures a warranty. Obchodování s deriváty je v ČR realizováno v relativně malém objemu.

5.2.5 Stav IPO v ČR

„Vstup firmy na veřejné trhy cenných papírů, zejména pak emisí kmenových akcií, je jedním z nejvýznamnějších kroků v její historii. Ale neméně důležitý význam mají primární emise i pro kapitálový trh a ekonomiku jako celek, neboť jsou jedním z nejdůležitějších nástrojů alokace zdrojů v systému národního a dnes i světového hospodářství.“ (Liška a Gazda, 2001, s. 67)

Primární emise cenných papírů (*Initial Public Offering*) je možné zařadit mezi externí zdroje dlouhodobého financování investičního majetku. Jedná se o proces, kdy

podnikatelský subjekt získává dodatečný volný kapitál k financování svého rozvoje, finančně náročné investice či rizikovější projekty na kapitálovém trhu. Financování pomocí primárního úpisu akcií na rozdíl od bankovního úvěru či emise obligací není termínovanou operací, kapitál v budoucnu nemusí být jednorázově splacen a dividendy jsou akcionářům vypláceny pouze v případě, že společnost dosáhla zisku. Přes nesporné výhody financování podniků pomocí IPO, není tento způsob financování v České republice příliš běžný.

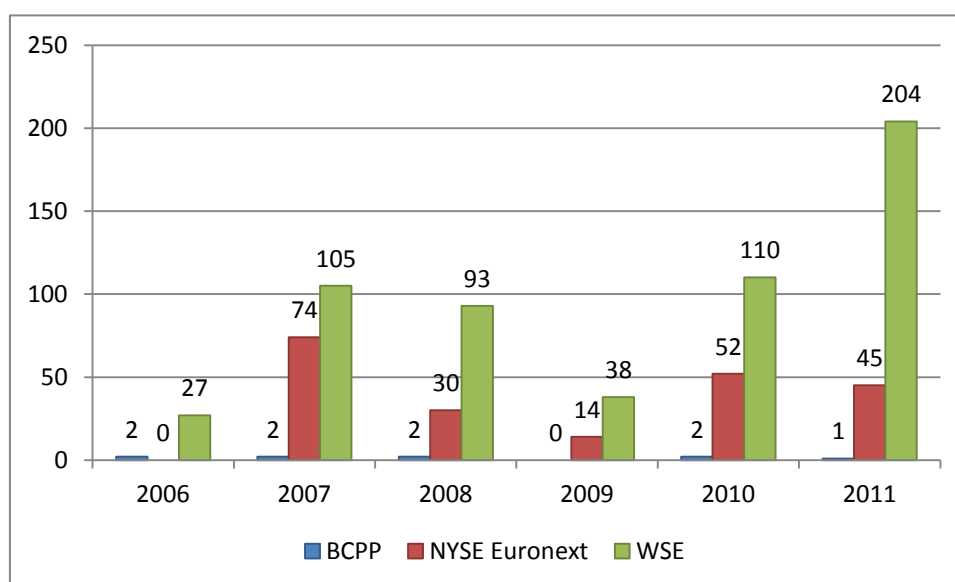
V rozvinutých zemích je možné vysledovat počátek zájmu o financování podniků pomocí IPO již od konce 50. a počátku 60. let minulého století. K masivnímu nárůstu počtu IPO došlo v 90. letech v Americe, kde byly v této době rozvinutější kapitálové trhy než v Evropě. Uvádí se, že nebýt v té době možnost IPO, nedošlo by k tak výraznému rozvoji v oblasti výpočetní techniky, softwaru či telekomunikačních technologií. Posléze došlo ke zvyšování počtu IPO i na evropských trzích, trzích Středního východu, Afriky, Asie a Austrálie. Mezi základní předpoklady pro úspěšnou primární emisi akcií patří především rozvinutost a likvidita kapitálového trhu.

V době, kdy ve vyspělých ekonomikách probíhal postupný proces vývoje financování podniků pomocí IPO, česká ekonomika ještě stále fungovala na jiných principech. Jak již bylo uvedeno, rozvoj českého kapitálového trhu nastartovala až kupónová privatizace. Český finanční a kapitálový trh a ani česká ekonomika neměla možnost projít postupným vývojem směrem k IPO firem, jako tomu bylo v rozvinutých zemích. To samozřejmě zanechalo vliv nejen na stavu kapitálového trhu jako takového, ale i na české populaci a českých firmách a jejich vztahu k investování. Zde lze nalézt jeden z důvodů pro nízký zájem o financování prostřednictvím veřejného úpisu akcií v České republice ve srovnání s dluhovým financováním.

Financování akciovým kapitálem může proběhnout pomocí navýšení základního kapitálu společnosti buď prostřednictvím emise nových akcií s veřejným úpisem akcií, tzv. veřejné emise akcií (*Public Offering*) nebo prostřednictvím neveřejného úpisu akcií, tzv. neveřejné (soukromé) emise akcií (*Private Offering*). IPO neboli prvotní veřejná nabídka cenných papírů „nastává v případě, kdy jsou cenné papíry poprvé prodány veřejnosti“ (Ritter, 1998). Ačkoliv IPO zahrnuje jak emisi majetkových cenných papírů (akcií), tak dluhových cenných papírů (obligací), v dalším textu budou uvažovány pouze primární emise akcií.

Dříve než emitující společnost přistoupí k procesu IPO, musí zvolit vhodný trh, na kterém k emisi dojde. Likvidita emise značně závisí na likviditě celého kapitálového trhu dané země, ale i na dalších faktorech, jako je například otevřenost trhu, či kulturní a politické vazby a podobnost s domácím trhem. Emitent pochopitelně bere do úvahy i další okolnosti, jako jsou požadavky na emitenta, požadavky na jednotlivé akciové emise, nebo poplatky spojené s obchodováním a vypořádáním transakcí.

Obrázek č. 5.3 ukazuje, že ve srovnání s polskou burzou ve Varšavě (WSE, Warsaw Stock Exchange) a pan-evropskou burzou NYSE Euronext, česká BCPP značně zaostává v počtu nových emisí akcií emitovaných prostřednictvím IPO.



Obrázek 5.3: Počet nových emisí akcií emitovaných prostřednictvím IPO na jednotlivých trzích

Zdroj: vlastní zpracování dle FESE, 2012

Akciové emise zapsané na burze cenných papírů v České republice do roku 1997 byly v podstatě sekundární emise (SPO), protože se jednalo o emise akcií společností s již dříve emitovanými akciemi. Historicky první primární emisí cenných papírů v České republice bylo uvedení akcií společnosti Software 602 na trh RM-Systému v roce 1997.

První úspěšné IPO na oficiálním trhu v České republice, Burze cenných papírů Praha, proběhlo až v roce 2004. Předcházela mu neúspěšný pokus o IPO společnosti Limart a.s. v roce 2001. První úspěšnou primární veřejnou emisí byla emise akcií nadnárodní společnosti Zentiva N.V. Od roku 2004 do současnosti proběhlo na BCPP pouze několik

primárních emisí, například společností ECM Real Estate Investments A.G., Pegas Nonwovens SA, AAA Auto Group N.V., VGP NV, New World Resources N.V., Fortuna Entertainment Group N.V., E4U, Pivovary Lobkowicz atd.

V současnosti se většina burz snaží podporovat nové emise cenných papírů a tím posílit svoji pozici na kapitálovém trhu. Proto se v nedávné minulosti začaly objevovat tzv. nové trhy (*New Markets*) jako například německý Neuer Markt, italský Nuovo Mercato či polský New Connect, které tvoří alternativu k oficiálním kapitálovým trhům a nabízejí volnější podmínky pro nové emise a obchodování, nižší poplatkovou politiku a rychlejší realizaci celého procesu emise. Tyto trhy nabízejí alternativu menším a středním podnikům s vysokým růstovým potenciálem.

Od června 2012 mají malé a středně velké společnosti možnost získat dodatečný kapitál na kapitálovém trhu i v České republice, a to na trhu START, což je nový neregulovaný speciální segment trhu BCPP. Tento trh by měl malým a středním firmám nabídnout přístup ke kapitálu jednoduchým, rychlým a cenově dostupným způsobem. Pro české firmy by se mohlo jednat o přístupnější variantu než využívání polského trhu New Connect a levnější a dostupnější variantu než je bankovní úvěr. První společnost, která plánovala uvedení akcií na tento nový trh, byla společnost Wooky, jež se zabývá distribucí a prodejem elektronických knih a publikací. Společnost však ještě před realizací emise začala vyjednávat o kapitálovém vstupu strategického investora, a tudíž primární úpis akcií byl prozatím pozastaven. Pomocí trhu START uvedla na český trh akcie společnost Stock Spirits (významný výrobce alkoholických nápojů ve střední a východní Evropě) v roce 2013.

Vstup na kapitálový trh prostřednictvím IPO na trhu START nabízí nižší náklady, nižší administrativu a zároveň i efekt zvýšení povědomí o emitentovi. Porovnání hlavního trhu BCPP a trhu START nabízí tabulka 5.10.

Tabulka 5.10: Porovnání kritérií trhu START a Prime Marketu BCPP

Hlavní trh BCPP	START
Statut trhu a jeho regulace	
Trh regulovaný platnou legislativou v souladu s EU	Trh regulovaný burzou a jejími pravidly
Vstup na trh - příprava, nároky	
Minimálně 3 roky existence společnosti	Žádný požadavek
Tržní kapitalizace min. 1 mil. EUR	Žádný požadavek
Free float min. 25%	Žádný požadavek
Prospekt emise	Prospekt emise nebo jednodušší informační dokument
Účetnictví dle IFRS	Účetnictví dle lokálních účetních standardů nebo IFRS
Informační povinnosti	
Reportování kvartálních výsledků dle standardů IFRS, výroční zprávy, kalendář korporátních událostí, všechny kurzotvorné informace	Výroční zpráva, kurzotvorné informace
Poplatky	
Jednorázový poplatek za přijetí emise 0,- Kč Roční poplatek 0,05% z celkového objemu emise, max. 300 tis. Kč (první rok 0,- Kč)	Jednorázový poplatek za přijetí emise 10 tis. Kč Roční poplatek 0,- Kč

Zdroj: <http://www.bcpp.cz/dokument.aspx?k=Start>

Obchodní aktivita na BCPP však stále klesá, k čemuž přispělo omezené portfolio obchodů jen s vybranými tituly, vysoké poplatky tuzemských brokerů při nízké kvalitě jejich služeb, ale i přísnější evropská regulace, která dopadá na většinu evropských burz. Slabé výsledky obchodování na BCPP lze částečně ospravedlnit oslabením koruny z listopadu 2013.

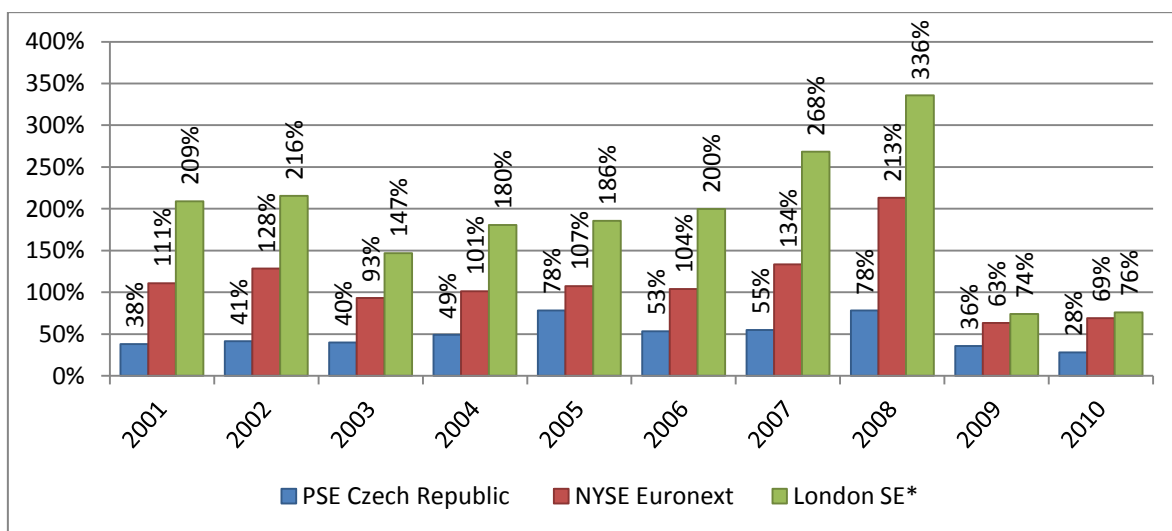
V každém případě zájem českých podniků a investorů o investice na českém kapitálovém trhu je dlouhodobě velmi nízký. Meluzín (2009) se ve svém výzkumu snaží nalézt důvody. Většina respondentů provedeného výzkumu uvádí jako zásadní problém případné primární emise vysoké náklady spojené s IPO, povinnost pravidelného zveřejňování ekonomických výsledků a dále tvorbu prospektu emitenta a jeho prezentaci na road show. Všechny zúčastněné společnosti se shodují na tvrzení, že na IPO by nemělo být nahlíženo pouze jako na alternativní zdroj financování konkrétního investičního projektu, ale jako na součást přirozeného vývoje společnosti.

Společnostem v České republice zatím evidentně chybí důvod, proč emitovat akcie na českém kapitálovém trhu. Důvody jako zvýšená publicita a prestiž společnosti, snadnější přístup k bankovním úvěrům, vyšší hodnota pro zaměstnance či možnost optimalizace

kapitálové struktury mezi dluhem a vlastním kapitálem, zřejmě nejsou dostatečně motivující pro rozhodnutí o vstupu na kapitálový trh.

5.2.6 Likvidita českého kapitálového trhu

Likvidita kapitálového trhu je jedním z nejvýznamnějších ukazatelů vyspělosti kapitálových trhů. Likvidita trhu je základním předpokladem pro to, aby ceny cenných papírů efektivně zobrazovaly jejich skutečnou “fundamentální” hodnotu. Pro měření likvidity kapitálového trhu se používá několik metod, například poměr objemu obchodování a hrubého domácího produktu, či poměr objemu obchodování a tržní kapitalizace (Hanousek a Filer, 2000). Srovnání situace na českém trhu BCPP s evropskou burzou NYSE Euronext a londýnskou London SE¹⁶ dle podílu objemu obchodování a tržní kapitalizace znázorňuje obrázek 5.4.



Obrázek 5.4: Podíl objemu obchodování a tržní kapitalizace na burzách: BCPP, NYSE Euronext, London SE

Zdroj: vlastní zpracování dle BCPP b) a World Federation of Exchanges

Z výše uvedeného srovnání likvidity na trzích BCPP, NYSE Euronext a London SE vyplývá, že likvidita českého kapitálového trhu zdaleka nedosahuje úrovně vyspělých evropských kapitálových trhů.

¹⁶ Od roku 2009 jsou data London SE udávána za London SE Group, po fúzi s burzou Borsa Italiana.

5.2.7 Perspektiva kapitálových trhů v České republice

Kapitálový trh nabízí zhodnocování finančních instrumentů investovaných nejen prostřednictvím investičních či podílových fondů, ale i prostřednictvím penzijních fondů. Proto penzijní reforma může mít pro rozvoj kapitálového trhu zásadní význam. Záleží především na konkrétních podmínkách realizované penzijní reformy.

Zahraniční výzkumné studie potvrzují smíšený pozitivní efekt penzijních reforem na vývoj kapitálového trhu a růst hrubého domácího produktu v zemích, kde penzijní reforma již proběhla. Například studie týkající se vlivu penzijní reformy na kapitálový trh v Chile, která proběhla v letech 1986 až 1996, poukazuje na významnou expanzi kapitálového trhu (Moudrý a Binter, 2006).

Další příklady vlivu penzijních reforem na růst kapitálového trhu lze nalézt i v Rakousku či Polsku. Rakouský kapitálový trh zažil skutečný boom, když penzijní reforma v 80. letech minulého století přinutila penzijní fondy investovat pouze do investičních instrumentů obchodovaných na domácí vídeňské burze. V podstatě na stejném principu fungují penzijní fondy v Polsku, které jsou taktéž povinny investovat většinu svých aktiv do domácích cenných papírů. Ve srovnání s Českou republikou je v současnosti polský kapitálový trh podstatně rozvinutější. Nastartovaná penzijní reforma v České republice také počítala s obdobným schématem, avšak pouze pro dynamické penzijní fondy. Růstu českého kapitálového trhu to mohlo výrazně pomoci, ale vzhledem k nejisté budoucnosti druhého pilíře důchodového financování to není příliš pravděpodobné.

Existují i opačné názory na nutnost podpory rozvoje českého kapitálového trhu a jeho dvou burz. Je otázkou, zda má smysl podporovat rozvoj regionálních burz v době, kdy se kapitálové trhy integrují a spojují v nadnárodní celky. Autoři Moudrý a Binter však ve své analýze týkající se významu kapitálového trhu pro vývoj České republiky postulují, že význam malých a regionálních burz neklesá. Naopak, nalézají celosvětový trend v podpoře regionálních burz, zároveň s integračními procesy, které probíhají zároveň.

Pražská burza je nyní součástí skupiny CEE Stock Exchange Group, proto budoucnost BCPP, kterou majoritně vlastní vídeňská burza, je zřejmě nadále možná pouze v rámci širšího uskupení burz.

5.2.8 Kapitálový trh jako varianta podnikového financování

Následující kapitola prezentuje výsledky výzkumu prováděného na výběrovém vzorku obchodních společností v České republice. Jeho cílem bylo na základě ekonomických výsledků firem identifikovat podíl vybraných složek kapitálu majících vztah ke kapitálovému trhu (základního kapitálu, dluhopisů a bankovních úvěrů) na celkových aktivech (pasivech) v období od roku 1998 do roku 2010.

Podniková ekonomická data byla získána z komerční databáze firem Albertina. Pro analýzu bylo vybráno 100 společností s nejvyšším obratem ze 14 oborů podnikání dle klasifikace CZ-NACE, vyhodnocení je založeno na datech 1 400 obchodních společností (společností s ručením omezeným a akciových společností).

Tabulka 5.11: Podíl vybraných složek kapitálu na celkových pasivech (v %)

	1998	2000	2002	2004	2006	2008	2010
<i>Základní kapitál</i>	35,37	34,49	34,32	37,01	35,83	35,64	40,56
<i>Vydané dluhopisy</i>	0,01	0,00	0,12	0,13	0,14	0,10	0,21
<i>Bankovní úvěry</i>	17,35	18,18	14,29	16,40	17,43	18,73	15,32

Zdroj: vlastní zpracování

Základní kapitál obchodních společností je tvořen peněžitými i nepeněžitými vklady společníků do zakládané společnosti, způsob tvorby tohoto zdroje závisí na právní formě podnikání. Tabulka 5.11 ukazuje poměr základního kapitálu k celkovým pasivům (celkovým aktivům). Základní kapitál ve všech sledovaných letech tvoří podstatnou část celkového kapitálu a jeho podíl se pohybuje mezi 34 a 41 procenty. Vzhledem k nízkému objemu akciových emisí obchodovaných na českém kapitálovém trhu je nutno předpokládat, že většina společností tvoří vlastní kapitál bez veřejné nabídky k úpisu akcií.

Obligace (dluhopis) představuje dlouhodobý obchodní vztah, v němž vypůjčovatel souhlasí s úhradou dlužné částky držiteli obligace včetně úroku ve stanovený čas v budoucnosti. Obligace jsou vydávány soukromými společnostmi i orgány státní správy za účelem získání dlouhodobého kapitálu (Brigham a Houston, 2013, s. 217). Jak je zřejmé z tabulky 5.11, ve sledovaném období od roku 1998 do roku 2010, nebylo využívání podnikových obligací jako dodatečného zdroje financování obvyklé. Podnikové obligace představovaly pouze desetiny či setiny procent z celkových pasiv. Růst podílu obligací na celkových pasivech v roce 2010 je minoritní a nelze z něj nic usuzovat.

Bankovní úvěr představoval u sledovaných společností významný zdroj krátkodobého i dlouhodobého financování. Česká republika historicky patří k zemím, jejichž financování je na bankovním úvěru primárně založeno. Tabulka 5.11 ukazuje vývoj podílu bankovních úvěrů na celkových pasivech ve sledovaném období a je z ní patrné, že v průběhu sledovaného období byl podíl úvěrů více méně konstantní, s mírným poklesem v letech 2002 a 2010 (pokrizový rok).

Souhrnně lze konstatovat, že v období od roku 1998 do roku 2010 základní kapitál tvořil přibližně třetinový podíl z celkových pasiv sledovaných podniků, bankovní úvěry tvořily 15% až 20% podíl a obligace představovaly podíl zcela minoritní či nulový. Využívání nástrojů kapitálového trhu nelze potvrdit, z cizích zdrojů dominuje využití bankovních úvěrů nad obligacemi.

5.2.9 Komparativní analýza kapitálové struktury firem kótovaných na BCPP vs. firmy nekótované

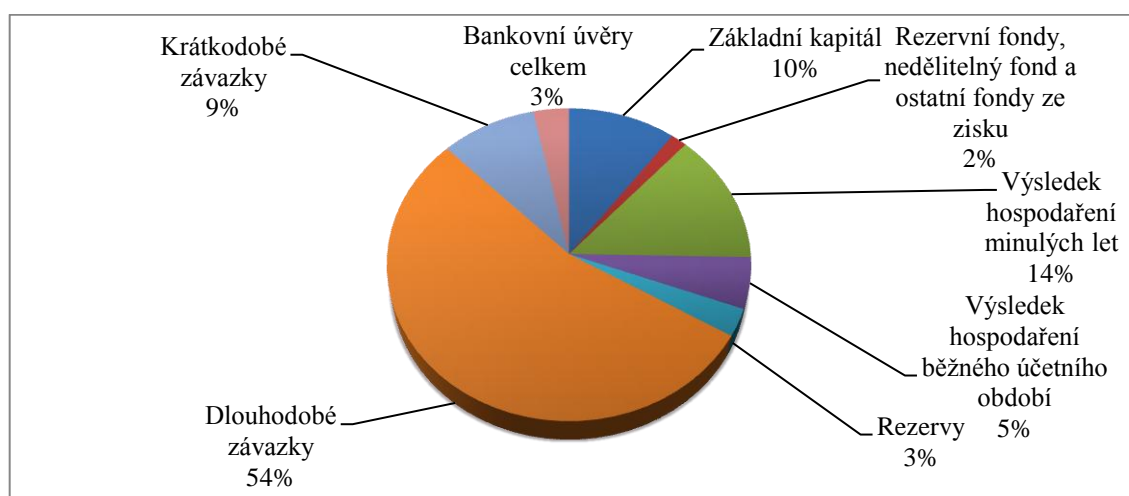
V rámci zkoumání v oblasti vzájemných interakcí kapitálové struktury a kapitálového trhu byla dále provedena komparativní analýza kapitálové struktury skupiny společností kótovaných na BCPP a skupiny společností na burze cenných papírů nekótovaných. Jako zástupci na burze neobchodovaných firem byly vybrány společnosti, které se umístily v žebříčku EVA TOP 100 Česká republika (přehled společností je specifikován v příloze B). Žebříček sestavuje Česká kapitálová informační agentura (ČEKIA, 2012) na základě ukazatele EVA (*Economic Value Added*) a zahrnuje 100 nejúspěšnějších společností.

EVA představuje ekonomickou přidanou hodnotu měřenou jako rozdíl výsledku hospodaření podniku a kapitálových nákladů. Kladná hodnota ukazatele EVA je interpretována jako reziduální zisk podniku, kdy výnosy z provozní činnosti pokrývají provozní náklady a kalkulační úroky z vlastního kapitálu (Wöhe, 2007, s. 203). Wöhe dále uvádí, že ukazatel EVA je využíván zejména v anglosaských zemích, které jsou ovlivněny kapitálovým trhem a akcionáři měří výkony vedení podniku podle skutečně dosažené ekonomické přidané hodnoty.

Analýza kapitálové struktury byla provedena na základě primárních dat týkajících se kapitálové struktury publikovaných za rok 2010 jednotlivými společnostmi. Základní skupina byla tvořena 27 společnostmi obchodovanými na BCPP, avšak data byla dostupná

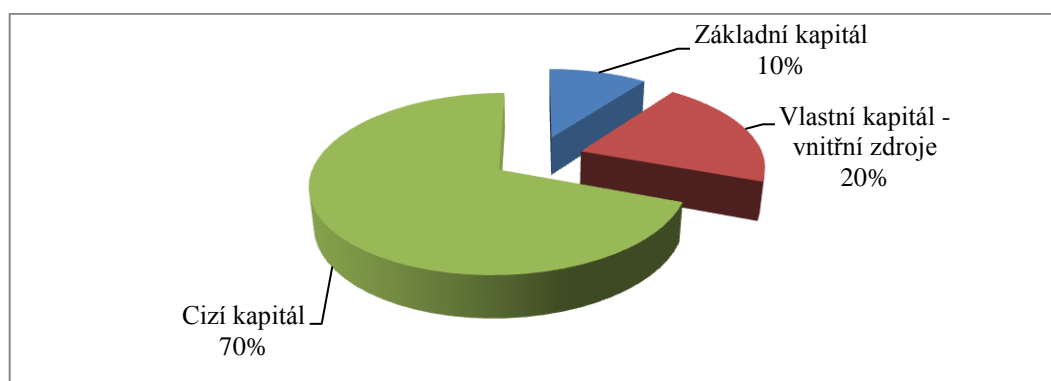
pouze za 17 společností. Referenční skupina byla tvořena společnostmi, jež se za rok 2010 umístily v žebříčku EVA TOP 100, přičemž data byla dostupná pouze za 35 společností.

Teorie hierarchického pořádku postulují, že každý podnik optimalizuje svá finanční rozhodnutí vzhledem k neustále se měnícím specifickým podmínkám svého vývoje a že podnik jako prvotní zdroj financování využívá interní zdroje, především zadržený zisk, dále pak z externích zdrojů úvěry a až nakonec externí vlastní kapitál (Myers a Majluf, 1984).



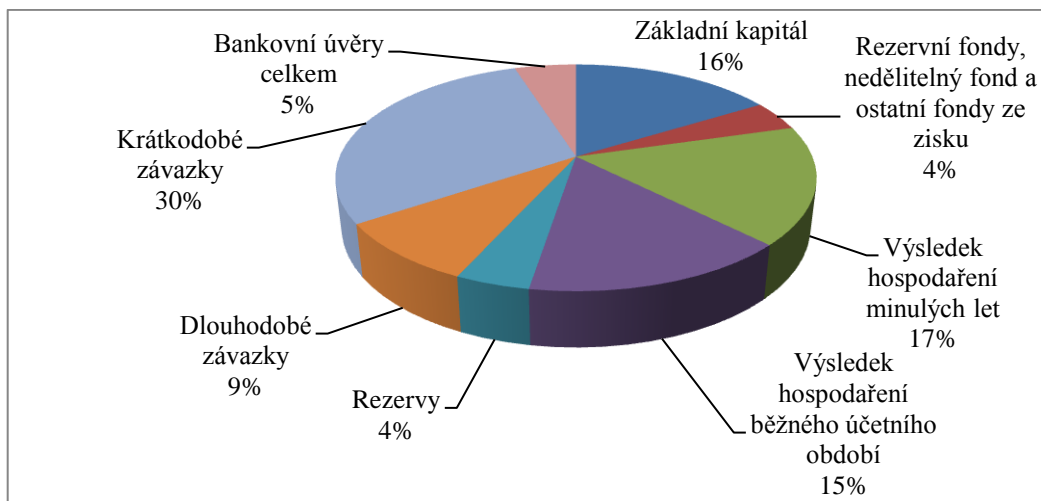
Obrázek 5.5: Kapitálová struktura společností kótovaných na BCPP (průměry za jednotlivé položky, v %)

Zdroj: vlastní zpracování



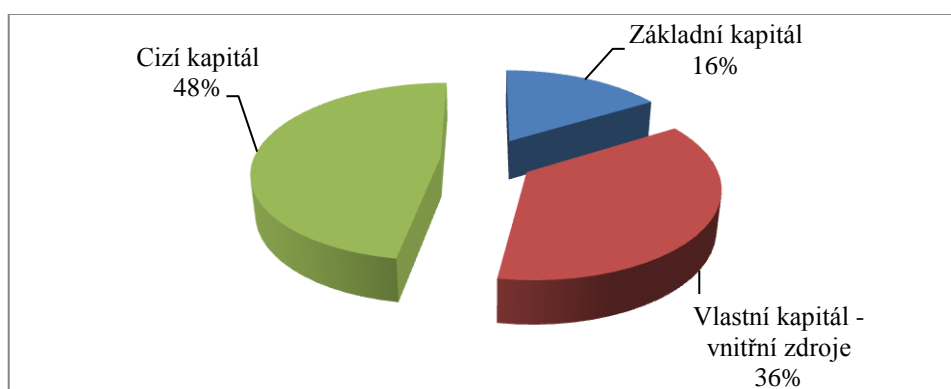
Obrázek 5.6: Kapitálová struktura společností kótovaných na BCPP (průměry: vlastní kapitál a cizí kapitál, v %)

Zdroj: vlastní zpracování



Obrázek 5.7: Kapitálová struktura společností nekótovaných na BCPP (průměry za jednotlivé položky, v %)

Zdroj: vlastní zpracování



Obrázek 5.8: Kapitálová struktura společností nekótovaných na BCPP (průměry: vlastní kapitál a cizí kapitál, v %)

Zdroj: vlastní zpracování

Grafy na obrázcích 5.5 a 5.6 zobrazují průměrnou kapitálovou strukturu společností zapsaných na Burze cenných papírů Praha. Obrázky 5.7 a 5.8 zobrazují grafy kapitálové struktury firem nekótovaných na BCPP, avšak patřící mezi nejúspěšnější firmy v České republice dle žebříčku EVA TOP 100. Vlastní kapitál je rozčleněn dle původu na základní kapitál – externí vlastní zdroj a interní vlastní zdroje, tvořené rezervními fondy, nedělitelným fondem a ostatními fondy ze zisku, výsledkem hospodaření běžného účetního období a výsledkem hospodaření minulých let. Ze srovnání obou grafů lze konstatovat, že ani u jedné skupiny společností není dominantní preference interního financování, pak dluhu a pak externích vlastních zdrojů dle teorie hierarchického pořádku. Převažuje využití zdrojů cizích.

Společnosti z obou vyhodnocovaných skupin jako převažující zdroje financování využívají dlouhodobé a krátkodobé cizí zdroje (závazky) a bankovní úvěry (v součtu tvoří cizí zdroje celkem) přičemž je evidentní rozdíl mezi oběma skupinami v poměru mezi krátkodobými a dlouhodobými závazky. U společností kótovaných na BCPP převažují závazky dlouhodobé, u společností na burze nekótovaných převažují závazky krátkodobé. Interní zdroje financování (tvořené sumou rezervních fondů, zadrženého zisku z minulých let a zisku běžného účetního období) jsou využívány ve větším míře u společností nekótovaných na BCPP. Možným důvodem může být, že se zároveň jedná o nejúspěšnější české společnosti dle žebříčku EVA TOP 100. Základní kapitál tvoří větší podíl v kapitálové struktuře firem na burze nezapsaných, ve srovnání se společnostmi na burze zapsanými.

5.2.9.1 Potenciál kapitálového trhu pro financování firem – závěry

Druhá kapitola praktické části je věnována zhodnocení potenciálu kapitálového trhu pro financování českých podniků, empirickému výzkumu podílu vybraných složek kapitálu na celkových pasivech a je provedena komparativní analýza kapitálové struktury firem kótovaných na BCPP a firem nekótovaných.

Ekonomika České republiky je založena na tzv. B-systému, pro nějž je typická dominantní role bank, proto podniky jako dodatečné zdroje financování primárně využívají bankovní úvěry. Tato situace je dána i relativně krátkou historií kapitálového trhu v České republice a značnou nedůvěrou podniků i investorů k nástrojům kapitálového trhu. V neposlední řadě jsou pochopitelně i vysoké náklady spojené s emisí cenných papírů. Ve srovnání s obdobnými trhy v Evropě český kapitálový trh nenabízí dostatečnou likviditu obchodovaných cenných papírů a není proto atraktivní ani pro investory ani pro emitenty. Důsledkem je velice nízký počet obchodovaných titulů na oficiální burze cenných papírů.

Mohlo by se zdát, že se český kapitálový trh nachází v bludném kruhu. Na kapitálovém trhu není dostatek investorů, protože na trhu je málo obchodovaných titulů. Firmy nemají zájem emitovat akcie na českém kapitálovém trhu, protože je zde slabá kupní síla a nízká likvidita trhu způsobená nedostatkem investorů na trhu. Dostat se z tohoto uzavřeného kruhu by mělo být cílem všech účastníků kapitálového trhu. Český kapitálový trh je již plně integrovaný s ostatními finančními službami. Legislativa upravující podnikání na

kapitálových trzích je srovnatelná s ostatními zeměmi EU. Objem primárních emisí akcií na pražské burze cenných papírů je však ve srovnání s vyspělými evropskými trhy, mezi které se řadí London SE, NYSE Euronext i varšavská burza, nesrovnatelně nižší. Diametrální rozdíl mezi situací na pražské a varšavské burze je o to výraznější, že obě země prošly obdobným historickým vývojem. Stav českého kapitálového trhu má následně vliv i na kapitálovou strukturu českých firem a na jejich postoj k výběru zdrojů financování.

Výsledky analýzy trendů v období od roku 1998 do roku 2010 ve vývoji podílu bankovních úvěrů, obligací a vlastního kapitálu na celkových pasivech potvrzují závislost české ekonomiky na bankovním financování a minimální využívání financování pomocí nástrojů kapitálového trhu (akcií, obligací). Analýza ani současný vývoj nenaznačují, že v blízké budoucnosti dojde ke změně tohoto stavu.

Komparativní analýza kapitálové struktury skupiny společností kótovaných na BCPP a skupiny společností na burze cenných papírů nekótovaných (avšak zařazených mezi nejúspěšnější společnosti do žebříčku EVA TOP 100) indikuje, že společnosti z obou vyhodnocovaných skupin jako převažující zdroje financování využívají dlouhodobé a krátkodobé cizí zdroje (závazky) a bankovní úvěry (v součtu tvoří cizí kapitál celkem). Interní zdroje financování (tvořené sumou rezervních fondů, zadrženého zisku z minulých let a zisku běžného účetního období) jsou využívány ve větší míře u společností na BCPP nekótovaných. Základní kapitál tvoří větší podíl v kapitálové struktuře firem na burze nezapsaných, ve srovnání se společnostmi na burze zapsanými.

5.3 Empirický výzkum zadluženosti firem v ČR

Teorie kapitálové struktury analyzované v kapitole 2 i řada empirických studií se již více než padesát let snaží dát odpověď na otázku, jaká je optimální kapitálová struktura a optimální zadluženost podniku. Bádání v oblasti kapitálové struktury podniku však doposud nepřineslo žádnou univerzálně platnou odpověď. Vzhledem k povaze problému to ani není možné - jak říká i Brealey a Myers (1996): *“There is no God-given, correct debt ratio, and if there were, it would change.”* Je jasné, že dluhová strategie podniku není pouze výsledkem vlastního rozhodování podniku a vnitřních podmínek, ale důležitou roli hraje i vnější prostředí.

Tradiční pohled na zadluženost se snaží nalézt rovnováhu mezi výhodou daňového štítu a náklady finanční tísně. Použití dluhu nabízí podniku řadu výhod a příležitostí, které mohou přispět k růstu tržní hodnoty firmy. Na druhou stranu vyšší zadluženost s sebou přináší i vyšší riziko pro investory, které může zapříčinit vyšší úrokovou sazbu z přijatých úvěrů či jiné restriktce.

Výhody a nevýhody podnikového dluhu z mikro- i makroekonomického hlediska analyzoval například Bernanke (1985). Jako argument pro vyšší využívání dluhu uvádí, že vyšší zadlužení vyžaduje vyšší disciplínu manažerů, což může přispívat k vyšší efektivitě. Bernanke dále zdůrazňuje i nutnost zabývat se problematikou finanční tísně nejen z pohledu samotného podniku, ale i z pohledu vlivu zadluženosti daného podniku na ostatní firmy.

Řada studií se zabývala i vztahem mezi zadlužeností podniku a jeho ziskovostí. Například Arditti (1967) či Nissim and Penman (2003) našli negativní závislost mezi zadlužeností a výnosy firmy. George a Hwang (2009) potvrzují signifikantní negativní vztah zadluženosti a ziskovosti akcií a zdůrazňují závislost zadluženosti na oboru podnikání. Na druhou stranu některé studie udávají pozitivní vztah mezi zadlužeností a ziskovostí podniku, například Masulis (1983). Konfliktní výsledky mohou být způsobeny rozdílnými způsoby v definování zadluženosti či ziskovosti, případně použitou metodologií.

5.3.1 Použitá metodika a cíl výzkumu

Provedená empirická studie zaměřená na výzkum zadluženosti firem v České republice pracuje s ekonomickými daty získanými pomocí komerční databáze Albertina, která zahrnuje informace o všech ekonomicky aktivních subjektech v ČR. Zadluženost byla analyzována za použití panelových dat řádově stovek až tisíců společností v rámci 14 odvětví ekonomické činnosti členěných dle CZ-NACE za období od roku 2006 do roku 2011. Společnosti byly vybrány pomocí náhodného výběru (zvoleno náhodné číslo od 1 do 10) ze skupiny společností s ručením omezeným a akciových společností. Počet společností v jednotlivých skupinách se lišil dle odvětví (z každého odvětví vybrána každá X-tá firma) a zároveň byl ovlivněn i dostupností zveřejněných ekonomických dat.

NACE je standardní klasifikací ekonomických činností Evropské unie. Klasifikaci ekonomických činností CZ-NACE (specifikace v příloze C) zavedl Český statistický úřad

s platností od ledna 2008. Nahradila dosavadní Odvětvovou klasifikaci ekonomických činností OKEČ.

Cílem provedeného empirického výzkumu bylo identifikovat trendy v zadlužování podniků v rámci jednotlivých oborů ekonomické činnosti v období od roku 2006 do roku 2011 a dále určit vliv zadluženosti na výkonnost firem (měřeno ROE). Sledovaná období zahrnují jak předkrizové období prosperity a růstu (roky 2006 až 2007), tak vrchol globální ekonomické a finanční krize (2008 až 2010) a fázi recese (2011).

Zadluženost podniku je v rámci provedené studie měřena pomocí ukazatelů celkové zadluženosti, zadluženosti vlastního kapitálu a ziskového účinku finanční páky.

Celková zadluženost (zadluženost, *Debt Ratio*) podniku je dána jako podíl cizích zdrojů na celkových aktivech:

$$\text{celková zadluženost} = \text{cizí zdroje} / \text{aktiva celkem} * 100. \quad (5-1)$$

Tento ukazatel udává, v jakém poměru podnik používá vlastní a cizí zdroje k financování svých aktiv. Výsledkem výpočtu je procento udávající podíl fondů poskytnutých věřiteli (Brigham a Houston, 2013, s. 107). Zatímco věřitelé dávají přednost nižší hodnotě ukazatele celkové zadluženosti, akcionáři mohou naopak požadovat vyšší zadluženost, protože jim může přinést vyšší zisky.

Zadluženost vlastního kapitálu (*Debt to Equity Ratio, D/E ratio*) je dána podílem cizích zdrojů na vlastním kapitálu (Synek, 2007, s. 55):

$$\text{zadluženost vlastního kapitálu} = \text{cizí zdroje} / \text{vlastní kapitál}. \quad (5-2)$$

Vypočtený ukazatel se pohybuje v intervalu $<0, \infty>$. Tento ukazatel patří mezi základní ukazatele dlouhodobé zadluženosti firmy, protože zásadně ovlivňuje míru finančního rizika. Závisí především na předmětu podnikatelské činnosti, úrokových mírách bank, struktuře aktiv, subjektivních postojích a rozhodnutích vlastníků a manažerů, dále i na ziskovosti podniku apod. Jak uvádí Synek (2007), větší podíl kapitálu vlastního je typický pro průmyslové podniky a převaha cizích zdrojů je typická pro finanční instituce. Vyrovnaný poměr je charakteristický pro obchodní společnosti.

Využitím cizích zdrojů je možné dosáhnout zvýšení majetku nad úroveň vlastního kapitálu. Celkový majetek je pak schopen produkovat vyšší tržby. Tento jev představuje

zmiňovanou finanční páku, která zlepšuje rentabilitu vlastního kapitálu. Zvýšení podílu cizích zdrojů má současně vliv i na zvýšení nákladových úroků, které pak snižují podíl zisku plynoucího vlastníkům. To může způsobit pokles ukazatele úrokové redukce zisku, i rentability vlastního kapitálu. Kombinovaný vliv obou faktorů vyjadřuje tzv. **ziskový účinek finanční páky** (Grünwald, 1994):

$$\text{ziskový účinek finanční páky} = (\text{zisk před zdaněním} / \text{zisk před úroky a zdaněním}) * (\text{celková aktiva} / \text{vlastní kapitál}). \quad (5-3)$$

Ziskový účinek finanční páky udává, kolikrát je vložený kapitál vlastníků zvětšen použitím cizího kapitálu jako zdroje financování. Pokud je větší než 1, pak zvyšování podílu cizích zdrojů ve finanční struktuře podniku má pozitivní vliv na rentabilitu vlastního kapitálu (ROE). Pokud je hodnota ukazatele nižší než 1, užití cizích zdrojů ROE snižuje. Ukazatel ziskový účinek finanční páky byl v rámci provedené analýzy použit ke zjištění vzájemného vztahu zadluženosti a rentability vlastního kapitálu sledovaných podniků.

K vyhodnocení analýzy zadluženosti byly použity metody jednoduché popisné statistiky.

5.3.2 Výsledky studie zadluženosti

Výsledky provedené studie zadluženosti českých podniků sledované v letech 2006 až 2011 jsou zachyceny pomocí následujících tabulek. Výsledky jsou prezentovány dle jednotlivých oborů podnikání.

Tabulka 5.12: Analýza zadluženosti firem z odvětví Zemědělství, lesnictví, rybářství

	Obor podnikání	Rok	Celková zadluženost (v %)		Zadluženost vlastního kapitálu (index)	Ziskový účinek finanční páky (index)
			Průměr	Medián	Průměr	Průměr
A	Zemědělství, lesnictví, rybářství	2006	59,38	51,53	1,34	2,48
		2007	60,66	53,06	1,31	1,91
		2008	60,49	51,62	1,35	1,68
		2009	59,20	51,32	1,13	1,78
		2010	58,80	50,17	1,33	1,79
		2011	58,46	49,33	1,25	1,68

Zdroj: vlastní zpracování

Tabulka 5.13: Analýza zadluženosti firem z odvětví Těžba a dobývání

	Obor podnikání	Rok	Celková zadluženost (v %)		Zadluženost vlastního kapitálu (index)	Ziskový účinek finanční páky (index)
			<i>Průměr</i>	<i>Medián</i>	<i>Průměr</i>	<i>Průměr</i>
B	Těžba a dobývání	2006	61,60	56,03	1,30	1,50
		2007	64,26	51,37	1,03	1,04
		2008	57,67	50,89	1,44	1,47
		2009	58,12	49,03	1,17	1,94
		2010	55,62	44,62	0,79	1,24
		2011	58,13	48,51	1,62	2,03

*Zdroj: vlastní zpracování***Tabulka 5.14: Analýza zadluženosti firem z odvětví Zpracovatelský průmysl**

	Obor podnikání	Rok	Celková zadluženost (v %)		Zadluženost vlastního kapitálu (index)	Ziskový účinek finanční páky (index)
			<i>Průměr</i>	<i>Medián</i>	<i>Průměr</i>	<i>Průměr</i>
C	Zpracovatelský průmysl	2006	66,09	60,90	1,90	2,15
		2007	62,90	57,84	1,79	2,13
		2008	62,56	56,21	1,45	1,81
		2009	62,88	54,04	1,40	1,69
		2010	64,32	54,40	1,26	1,76
		2011	64,26	54,59	1,40	1,75

*Zdroj: vlastní zpracování***Tabulka 5.15: Analýza zadluženosti firem z odvětví Výroba a rozvod elektřiny, plynu, tepla a klimatizovaného vzduchu**

	Obor podnikání	Rok	Celková zadluženost (v %)		Zadluženost vlastního kapitálu (index)	Ziskový účinek finanční páky (index)
			<i>Průměr</i>	<i>Medián</i>	<i>Průměr</i>	<i>Průměr</i>
D	Výroba a rozvod elektřiny, plynu, tepla a klimatizovaného vzduchu	2006	59,02	59,90	2,83	2,90
		2007	54,85	53,60	2,20	2,69
		2008	55,44	52,87	2,80	2,46
		2009	55,50	56,22	2,32	2,64
		2010	55,69	53,35	2,46	2,59
		2011	54,50	50,52	1,76	2,23

Zdroj: vlastní zpracování

Tabulka 5.16: Analýza zadluženosti firem z odvětví Zásobování vodou; činnosti související s odpadními vodami, odpady a sanacemi

	Obor podnikání	Rok	Celková zadluženost (v %)		Zadluženost vlastního kapitálu (index)	Ziskový účinek finanční páky (index)
			Průměr	Medián	Průměr	Průměr
E	Zásobování vodou; činnosti související s odpadními vodami, odpady a sanacemi	2006	58,64	51,11	1,77	2,18
		2007	60,07	46,80	1,67	2,28
		2008	54,83	43,36	1,27	1,96
		2009	55,88	44,84	1,35	2,01
		2010	55,50	43,35	1,16	1,72
		2011	49,41	38,60	1,39	2,36

Zdroj: vlastní zpracování

Tabulka 5.17: Analýza zadluženosti firem z odvětví Stavebnictví

	Obor podnikání	Rok	Celková zadluženost (v %)		Zadluženost vlastního kapitálu (index)	Ziskový účinek finanční páky (index)
			Průměr	Medián	Průměr	Průměr
F	Stavebnictví	2006	69,93	69,61	2,78	3,01
		2007	67,91	67,00	2,55	2,87
		2008	65,63	62,70	2,13	2,38
		2009	64,27	58,81	1,67	2,05
		2010	64,71	58,08	1,58	1,89
		2011	64,66	57,14	1,46	1,92

Zdroj: vlastní zpracování

Tabulka 5.18: Analýza zadluženosti firem z odvětví Velkoobchod a maloobchod; opravy a údržba motorových vozidel

	Obor podnikání	Rok	Celková zadluženost (v %)		Zadluženost vlastního kapitálu (index)	Ziskový účinek finanční páky (index)
			Průměr	Medián	Průměr	Průměr
G	Velkoobchod a maloobchod; opravy a údržba motorových vozidel	2006	77,24	70,76	1,55	2,08
		2007	76,14	69,75	1,81	2,24
		2008	74,16	66,22	1,45	1,78
		2009	74,46	65,33	1,13	1,62
		2010	73,43	63,76	1,08	1,52
		2011	74,75	62,61	1,20	1,68

Zdroj: vlastní zpracování

Tabulka 5.19: Analýza zadluženosti firem z odvětví Doprava a skladování

	<i>Obor podnikání</i>	<i>Rok</i>	<i>Celková zadluženost (v %)</i>		<i>Zadluženost vlastního kapitálu (index)</i>	<i>Ziskový účinek finanční páky (index)</i>
			<i>Průměr</i>	<i>Medián</i>	<i>Průměr</i>	<i>Průměr</i>
H	Doprava a skladování	2006	72,60	70,95	2,63	2,72
		2007	71,82	70,02	2,55	2,69
		2008	73,35	69,61	2,05	2,14
		2009	74,60	69,39	1,82	2,19
		2010	74,54	68,47	1,59	2,01
		2011	73,89	67,80	1,81	2,11

Zdroj: vlastní zpracování

Tabulka 5.20: Analýza zadluženosti firem z odvětví Ubytování, stravování a pohostinství

	<i>Obor podnikání</i>	<i>Rok</i>	<i>Celková zadluženost (v %)</i>		<i>Zadluženost vlastního kapitálu (index)</i>	<i>Ziskový účinek finanční páky (index)</i>
			<i>Průměr</i>	<i>Medián</i>	<i>Průměr</i>	<i>Průměr</i>
I	Ubytování, stravování a pohostinství	2006	103,06	88,31	-0,15	0,63
		2007	104,35	86,46	-0,10	0,57
		2008	106,49	87,43	-0,21	0,48
		2009	108,64	90,36	-0,31	0,38
		2010	112,05	91,13	-0,32	0,34
		2011	111,88	88,18	-0,01	0,66

Zdroj: vlastní zpracování

Tabulka 5.21: Analýza zadluženosti firem z odvětví Informační a kom. činnosti

	<i>Obor podnikání</i>	<i>Rok</i>	<i>Celková zadluženost (v %)</i>		<i>Zadluženost vlastního kapitálu (index)</i>	<i>Ziskový účinek finanční páky (index)</i>
			<i>Průměr</i>	<i>Medián</i>	<i>Průměr</i>	<i>Průměr</i>
J	Informační a komunikační činnosti	2006	66,12	57,75	1,35	1,91
		2007	65,73	57,22	1,28	1,77
		2008	64,54	56,29	1,35	1,94
		2009	64,11	53,09	1,25	1,89
		2010	63,25	52,47	1,12	1,78
		2011	63,59	50,88	1,13	1,84

Zdroj: vlastní zpracování

Tabulka 5.22: Analýza zadluženosti firem z odvětví Peněžnictví a pojišťovnictví

	Obor podnikání	Rok	Celková zadluženost (v %)		Zadluženost vlastního kapitálu (index)	Ziskový účinek finanční páky (index)
			<i>Průměr</i>	<i>Medián</i>	<i>Průměr</i>	<i>Průměr</i>
K	Peněžnictví a pojišťovnictví	2006	60,12	56,94	2,01	1,42
		2007	60,05	52,55	2,23	1,64
		2008	58,33	50,44	1,75	1,70
		2009	57,30	47,70	1,43	1,21
		2010	53,94	50,00	1,34	1,85
		2011	53,94	50,00	1,34	1,85

Zdroj: vlastní zpracování

Tabulka 5.23: Analýza zadluženosti firem z odvětví Činnosti v oblasti nemovitostí

	Obor podnikání	Rok	Celková zadluženost (v %)		Zadluženost vlastního kapitálu (index)	Ziskový účinek finanční páky (index)
			<i>Průměr</i>	<i>Medián</i>	<i>Průměr</i>	<i>Průměr</i>
L	Činnosti v oblasti nemovitostí	2006	70,98	76,12	1,14	1,53
		2007	70,96	75,27	1,45	1,70
		2008	71,62	75,34	1,02	1,22
		2009	74,34	76,08	0,93	1,26
		2010	72,18	73,67	0,76	1,07
		2011	73,30	73,16	0,40	0,88

Zdroj: vlastní zpracování

Tabulka 5.24: Analýza zadluženosti firem z odvětví Profesní, vědecké a technické činnosti

	Obor podnikání	Rok	Celková zadluženost (v %)		Zadluženost vlastního kapitálu (index)	Ziskový účinek finanční páky (index)
			<i>Průměr</i>	<i>Medián</i>	<i>Průměr</i>	<i>Průměr</i>
M	Profesní, vědecké a technické činnosti	2006	64,73	56,88	1,51	1,98
		2007	63,26	53,21	1,29	1,83
		2008	61,59	50,59	1,32	1,72
		2009	61,40	48,78	1,18	1,67
		2010	61,30	46,84	0,85	1,28
		2011	61,30	46,84	0,85	1,28

Zdroj: vlastní zpracování

Tabulka 5.25: Analýza zadluženosti firem z odvětví Administrativní činnosti

	<i>Obor podnikání</i>	<i>Rok</i>	<i>Celková zadluženost (v %)</i>		<i>Zadluženost vlastního kapitálu (index)</i>	<i>Ziskový účinek finanční páky (index)</i>
			<i>Průměr</i>	<i>Medián</i>	<i>Průměr</i>	<i>Průměr</i>
N	Administrativní a podpůrné činnosti	2006	73,68	65,73	1,27	1,81
		2007	72,30	64,10	1,74	2,10
		2008	71,86	63,49	1,26	1,75
		2009	71,26	61,44	1,13	1,61
		2010	69,96	58,66	1,10	1,58
		2011	69,55	57,73	1,00	1,58

Zdroj: vlastní zpracování

Průměrná zadluženost českých podniků měřená pomocí ukazatele **celkové zadluženosti** vykazuje značné rozdíly mezi jednotlivými obory podnikání a zároveň lze vysledovat i významné změny v průběhu sledovaného období v rámci jednotlivých odvětví. Je možné konstatovat, že u všech odvětví aritmetický průměr ukazatele celkové zadluženosti více či méně překračuje hranici 50 % v každém sledovaném období. Pokud je k určení střední hodnoty použit medián, výsledné hodnoty zadluženosti vyjdou o něco nižší (medián eliminuje vliv příliš vysokých či příliš nízkých hodnot zadluženosti, které zkreslují aritmetický průměr). Zároveň lze u většiny sledovaných odvětví odhalit tendenci k poklesu zadluženosti v čase. Výjimky lze nalézt u oborů doprava a skladování, ubytování, stravování a pohostinství a činnosti v oblasti nemovitostí, u nichž se ukazatel celkové zadluženosti ve sledovaném období průběžně zvyšoval. Z tabulky 5.20 je zřejmé, že odvětví ubytování, stravování a pohostinství vykazuje ve srovnání s ostatními obory nejvyšší hodnotu zadluženosti; hodnota ukazatele celkové zadluženosti přesahuje hranici 100 %. Oproti tomu nižší hodnoty zadluženosti (průměrně mezi 50 a 60 %) lze vysledovat u oborů: zásobování vodou a činnosti související s odpadními vodami, odpady a sanacemi, zemědělství, lesnictví a rybářství, těžba a dobývání a překvapivě také u oboru peněžnictví a pojišťovnictví.

Optimální hodnota druhého ukazatele – **zadluženosti vlastního kapitálu** – se pohybuje okolo hodnoty 1, což značí relativně stejný poměr vlastních a cizích zdrojů v podniku použitých pro financování podnikových aktiv. Pokud je hodnota ukazatele nižší než 1, pak daný podnik používá více vlastních než cizích zdrojů a naopak, pokud je hodnota ukazatele vyšší než 1, pak v podniku převažuje využití cizích zdrojů. Všeobecně doporučovaná hodnota ukazatele D/E se pohybuje mezi 1,5 a 2, ev. méně. Jak je zřejmé z výsledků prezentovaných v jednotlivých tabulkách, i hodnoty ukazatele zadluženosti vlastního

kapitálu se liší dle odvětví. Nejvyšší hodnoty ukazatele zadluženosti vlastního kapitálu vykazují odvětví výroba a rozvod elektřiny, plynu, tepla a klimatizovaného vzduchu, stavebnictví, doprava a skladování a peněžnictví a pojišťovnictví, u nichž poměr D/E přesáhl alespoň jednou ve sledovaném období hodnotu 2. Dominantním trendem při analýze ukazatele zadluženosti vlastního kapitálu je rovněž pokles tohoto ukazatele v čase. Možným vysvětlením tohoto trendu jsou dopady ekonomické a hospodářské krize a s tím související klesající ochota domácích bank poskytovat úvěry a zpřísnění podmínek pro poskytnutí úvěru. Záporná hodnota ukazatele zadluženosti vlastního kapitálu u odvětví ubytování, stravování a pohostinství je způsoben zápornou průměrnou hodnotou vlastního kapitálu v odvětví. Záporný vlastní kapitál znamená, že zbytkový podíl na aktivech podniku po odečtení všech závazků podniku je záporný. V tom případě ukazatel zadluženosti vlastního kapitálu nelze hodnotit a interpretace jeho hodnot nedává smysl.

Vyhodnocení vzájemného efektu finanční páky a úrokové redukce zisku při využívání cizích zdrojů bylo provedeno pomocí ukazatele **ziskového účinku finanční páky** (někdy se nazývá multiplikátor vlastního kapitálu). Hodnoty ukazatele vyšší než 1 znamenají pozitivní efekt použití dluhu na ROE. Vypočtené hodnoty ukazatele ziskového účinku finanční páky jsou obsaženy v posledních sloupcích tabulek 5.12 až 5.25, které obsahují data za jednotlivé obory podnikání od roku 2006 do roku 2011. Jak je z tabulek patrné, v naprosté většině odvětví ve všech obdobích je ziskový účinek finanční páky pozitivní (přesahuje hodnotu 1), s výjimkou sektoru ubytování, stravování a pohostinství v celém sledovaném období a sektoru činností v oblasti nemovitostí v roce 2011. Přestože je ziskový účinek finanční páky převážně pozitivní, není tento efekt v rámci jednotlivých oborů podnikání konstantní. Ve většině oborů došlo v průběhu sledovaného období k jeho poklesu, přičemž nejnižší účinek finanční páky na ROE je patrný v období ekonomické a finanční krize v letech 2008 a 2009 u oborů zemědělství, lesnictví, rybářství, zpracovatelský průmysl, ubytování, stravování a pohostinství a peněžnictví a pojišťovnictví a v pokrizovém období v letech 2010 a 2011 u sektorů výroba a rozvod elektřiny, plynu, tepla a klimatizovaného vzduchu, stavebnictví, velkoobchod a maloobchod, opravy a údržba motorových vozidel, doprava a skladování, činnosti v oblasti nemovitostí, profesní, vědecké a technické činnosti a administrativní a podpůrné činnosti.

5.3.3 Analýza zadluženosti - závěry

Provedená empirická analýza zadluženosti podniků v ČR ukázala, že na základě obou sledovaných ukazatelů, ukazatele celkové zadluženosti i zadluženosti vlastního kapitálu, lze nalézt výrazné odlišnosti v závislosti na odvětví. U všech odvětví v každém sledovaném období ukazatel celkové zadluženosti překračuje hranici 50 % a zároveň lze u většiny sledovaných odvětví odhalit tendenci k poklesu zadluženosti v čase. Analýza pomocí multiplikátoru vlastního kapitálu v naprosté většině odvětví ve všech obdobích prokázala pozitivní ziskový účinek finanční páky (s výjimkou sektoru ubytování, stravování a pohostinství), nicméně ve většině oborů došlo v průběhu sledovaného období k poklesu tohoto účinku.

Na základě těchto pozorování lze konstatovat, že výsledky této studie jsou v souladu s teorií kapitálové struktury Modiglianiho a Millera: s růstem cizích zdrojů v kapitálové struktuře českých podniků roste i rentabilita vlastního kapitálu. Z pohledu pozitivního či negativního přínosu zadluženosti na hospodaření podniku lze pak vyzdvihnout pozitivní efekt vyššího zadlužení na podnikovou rentabilitu vlastního kapitálu sledovaných firem v období od roku 2006 do roku 2011.

5.4 Vyhodnocení trendů ve vývoji kapitálové struktury dle odvětví

Jedním z cílů disertační práce je postihnout trendy ve vývoji volby konkrétní kapitálové struktury českých firem v závislosti na oboru podnikání na základě vlastního výzkumu. Další část empirického výzkumu byla věnována vývoji kapitálové struktury v čase dle odvětví.

5.4.1 Použitá metodika

Základním souborem při provedeném zkoumání byly všechny ekonomicky aktivní obchodní společnosti v České republice. Zdrojem dat o subjektech byla databáze firem a institucí Creditinfo Albertina GOLD, která obsahuje přehled o všech registrovaných podnikatelských subjektech v ČR, včetně základních ekonomických výsledků firem

zveřejňovaných v Obchodním věstníku. Byla použita data z výkazů o majetku a závazcích vybraných firem.

Ze základního souboru všech obchodních společností bylo vybráno 14 odvětví ekonomických činností dle CZ-NACE, přičemž v rámci jednotlivých odvětví bylo posuzováno 100 firem vybraných dle filtru: akciové společnosti + společnosti s ručením omezeným, výše obrátu ve sledovaném období. Firmy, jež nezveřejnily své ekonomické výsledky, ačkoliv mají zákonnou povinnost toto učinit, byly z výběrového vzorku vyloučeny a nahrazeny další firmou v pořadí dle obrátu. Byla získána data za všech 14 odvětví pro 3 vybraná období: rok 2000, 2005 a 2010. Tato průřezová období byla zvolena z důvodu náročnosti zpracování údajů za každý jednotlivý rok.

Analýza podnikových zdrojů je založena na účetním pohledu na kapitálovou strukturu. Ekonomická data získaná z podnikových účetních výkazů byla rozčleněna dle vlastnictví kapitálu z účetního hlediska na **vlastní kapitál**, který je ve vlastnictví podnikatele, a na **cizí zdroje**, které podniku zapůjčil určitý věřitel.

Vlastní kapitál obchodní kapitálové společnosti tvoří následující položky: základní kapitál, kapitálové fondy, fondy ze zisku (rezervní fondy, nedělitelný fond a ostatní fondy) a nerozdělený zisk z minulých let.

Cizí zdroje představují zdroje, které podnik získal od jiných právnických či fyzických osob a jež mu byly zapůjčeny na určitou dobu. Za zapůjčení zdrojů podnik obvykle platí úrok. Využití cizího kapitálu v podnikání pomáhá řešit nedostatek vlastního kapitálu. Základní strukturu cizích zdrojů podniku tvoří: rezervy, dlouhodobé závazky, krátkodobé závazky, bankovní úvěry dlouhodobé a krátkodobé úvěry, krátkodobé finanční výpomoci a časové rozlišení (není zahrnuto).

5.4.2 Vývoj kapitálové struktury v čase dle odvětví

Tato kapitola je věnována analýze trendů ve složení kapitálové struktury vybraných firem. Rok 2000 lze charakterizovat jako období prosperity a růstu hrubého domácího produktu, které vyvrcholilo obdobím let 2004 až 2007, kdy průměrné roční tempo růstu HDP se stále zvyšovalo. Rok 2005 lze charakterizovat jako období vrcholu ekonomického růstu. V roce 2008 již začíná HDP klesat v důsledku celosvětové ekonomické a finanční krize. V roce

2009 se ekonomická recese projevila plně poklesem HDP. V roce 2010 již ekonomika mírně rostla, rok 2010 lze chápat jako období mírného oživení (pokrizové období).

Výsledky výzkumu jsou prezentovány pomocí tabulek. Tabulky 5.26 až 5.39 zachycují vlastní a cizí zdroje v podrobném členění dle zveřejněných výkazů o majetku a závazcích (rozvahy) jednotlivých společností a vývoj tohoto členění v čase (za roky 2000, 2005 a 2010) za jednotlivá odvětví a přibližují výsledný poměr vlastních a cizích zdrojů za jednotlivá odvětví v daném časovém horizontu. Na základě analýzy dat jsou identifikovány hlavní trendy ve vývoji kapitálové struktury v jednotlivých odvětvích. Vlastní a cizí zdroje jsou v tabulce barevně odlišeny – vlastní zdroje jsou podbarvené zeleně, cizí zdroje červeně.

5.4.2.1 Analýza kapitálové struktury firem z odvětví Zemědělství, lesnictví a rybářství

Tabulka 5.26: Poměr jednotlivých zdrojů financování – průměr za odvětví Zemědělství, lesnictví a rybářství (v %)

<i>Zdroje</i>	<i>2000</i>	<i>2005</i>	<i>2010</i>
Základní kapitál	49,97	41,84	33,41
Kapitálové fondy	2,36	4,90	3,61
Rezervní fondy, nedělitelný fond a ostatní fondy ze zisku	6,80	6,47	6,52
Nerozdělený zisk minulých let	1,27	7,08	12,25
Výsledek hospodaření běžného účetního období	2,36	2,79	3,28
<i>Vlastní zdroje celkem</i>	62,77	63,07	59,06
Rezervy	3,16	4,08	2,12
Dlouhodobé závazky	10,03	7,23	4,49
Krátkodobé závazky	12,60	12,89	15,54
Bankovní úvěry dlouhodobé	8,25	8,85	11,76
Krátkodobé bankovní úvěry a krátkodobé finanční výpomoci	3,20	3,89	7,03
<i>Cizí zdroje celkem</i>	37,23	36,93	40,94

Zdroj: vlastní zpracování

Odvětví zemědělství, lesnictví a rybářství se v celém sledovaném období vyznačuje mírnou převahou vlastních zdrojů nad využitím zdrojů cizích. Ačkoliv se poměr celkových vlastních a celkových cizích zdrojů v čase výrazně nemění, při bližší analýze kapitálové struktury je patrný pokles podílu základního kapitálu a zároveň růst podílu krátkodobých

závazků a bankovních úvěrů (dlouhodobých i krátkodobých). Dále se v čase zvyšuje podíl nerozděleného zisku na celkových zdrojích financování (tabulka 5.26).

5.4.2.2 Analýza kapitálové struktury firem z odvětví Těžba a dobývání

Tabulka 5.27: Poměr jednotlivých zdrojů financování – průměr za odvětví Těžba a dobývání (v %)

Zdroje	2000	2005	2010
Základní kapitál	48,87	16,90	15,57
Kapitálové fondy	0,46	0,31	0,57
Rezervní fondy, nedělitelný fond a ostatní fondy ze zisku	15,35	1,65	5,68
Nerozdělený zisk minulých let	0,38	17,24	36,38
Výsledek hospodaření běžného účetního období	2,60	5,19	9,73
Vlastní zdroje celkem	67,67	41,29	67,93
Rezervy	16,82	23,78	15,06
Dlouhodobé závazky	1,42	6,89	2,66
Krátkodobé závazky	6,92	14,22	6,65
Bankovní úvěry dlouhodobé	6,66	10,68	3,52
Krátkodobé bankovní úvěry a krátkodobé finanční výpomoci	0,51	3,13	4,19
Cizí zdroje celkem	32,33	58,71	32,07

Zdroj: vlastní zpracování

Odvětví těžba a dobývání zahrnuje činnosti spojené se získáváním nerostných surovin – uhlí, rud, ropy a zemního plynu. V období roku 2000 a 2010 je patrný téměř shodný poměr vlastních a cizích zdrojů. Při bližším zkoumání kapitálové struktury je možno odhalit výrazné rozdíly v kapitálové struktuře v daných letech. Nejvýraznější změnou je pokles podílu základního kapitálu a nárůst podílu nerozděleného zisku z minulých let. Podíl krátkodobých i dlouhodobých bankovních úvěrů je obdobný v roce 2000 a 2010, rok 2005 pak vykazuje nárůst podílu bankovních úvěrů (tabulka 5.27).

5.4.2.3 Analýza kapitálové struktury firem z odvětví Zpracovatelský průmysl

V odvětví zpracovatelského průmyslu je na první pohled patrný vyrovnaný poměr využití vlastních a cizích zdrojů ve všech sledovaných obdobích (s velice mírnou převahou zdrojů cizích v období roku 2000 a 2010). V čase je možno vysledovat tendenci ke snižování

podílu základního kapitálu a k mírnému růstu podílu bankovních úvěrů a nerozděleného zisku. Podíl krátkodobých a dlouhodobých závazků na celkových zdrojích zůstává ve všech obdobích obdobný (tabulka 5.28).

Tabulka 5.28: Poměr jednotlivých zdrojů financování – průměr za odvětví Zpracovatelský průmysl (v %)

Zdroje	2000	2005	2010
Základní kapitál	35,82	25,89	25,09
Kapitálové fondy	4,40	3,56	1,25
Rezervní fondy, nedělitelný fond a ostatní fondy ze zisku	2,22	3,13	2,26
Nerozdělený zisk minulých let	1,19	10,59	11,83
Výsledek hospodaření běžného účetního období	4,24	6,74	6,60
Vlastní zdroje celkem	47,85	49,91	47,03
Rezervy	4,96	2,43	1,39
Dlouhodobé závazky	6,88	4,97	7,33
Krátkodobé závazky	27,73	23,37	24,77
Bankovní úvěry dlouhodobé	5,85	8,76	7,32
Krátkodobé bankovní úvěry a krátkodobé finanční výpomoci	6,73	10,56	12,16
Cizí zdroje celkem	52,15	50,09	52,97

Zdroj: vlastní zpracování

5.4.2.4 Analýza kapitálové struktury firem z odvětví Výroba a rozvod elektřiny, plynu, tepla a klimatizovaného vzduchu

Odvětví výroby a rozvodu elektřiny, plynu, tepla a klimatizovaného vzduchu vykazovalo průměrně za odvětví v roce 2000 a 2005 vyšší využití vlastních zdrojů než zdrojů cizích, v roce 2010 došlo k vyrovnání poměru. V odvětví je patrná tendence poklesu podílu základního kapitálu a růst podílu krátkodobých závazků. V roce 2010 je patrný výraznější nárůst podílu nerozděleného zisku z minulých let (tabulka 5.29).

Tabulka 5.29: Poměr jednotlivých zdrojů financování – průměr za odvětví Výroba a rozvod elektřiny, plynu, tepla a klimatizovaného vzduchu (v %)

Zdroje	2000	2005	2010
Základní kapitál	36,36	45,28	18,26
Kapitálové fondy	2,14	2,22	3,33
Rezervní fondy, nedělitelný fond a ostatní fondy ze zisku	4,56	7,49	5,52
Nerozdělený zisk minulých let	9,28	2,66	19,37
Výsledek hospodaření běžného účetního období	3,09	8,14	3,13
Vlastní zdroje celkem	55,44	65,80	49,62
Rezervy	8,39	1,49	1,03
Dlouhodobé závazky	13,56	3,62	12,41
Krátkodobé závazky	8,89	21,93	21,51
Bankovní úvěry dlouhodobé	12,60	4,41	12,92
Krátkodobé bankovní úvěry a krátkodobé finanční výpomoci	1,14	2,75	2,52
Cizí zdroje celkem	44,56	34,20	50,38

Zdroj: vlastní zpracování

5.4.2.5 Analýza kapitálové struktury firem z odvětví Zásobování vodou, činnosti související s odpadními vodami, odpady a sanacemi

Tabulka 5.30: Poměr jednotlivých zdrojů financování – průměr za odvětví Zásobování vodou, činnosti související s odpadními vodami, odpady a sanacemi (v %)

Zdroje	2000	2005	2010
Základní kapitál	45,03	30,04	36,44
Kapitálové fondy	7,08	6,30	2,27
Rezervní fondy, nedělitelný fond a ostatní fondy ze zisku	4,74	3,41	4,74
Nerozdělený zisk minulých let	0,18	10,42	12,64
Výsledek hospodaření běžného účetního období	1,76	3,79	3,36
Vlastní zdroje celkem	58,79	53,96	59,45
Rezervy	1,52	3,68	3,92
Dlouhodobé závazky	26,68	5,53	6,02
Krátkodobé závazky	10,75	23,84	17,82
Bankovní úvěry dlouhodobé	1,63	7,75	8,24
Krátkodobé bankovní úvěry a krátkodobé finanční výpomoci	0,62	5,23	4,56
Cizí zdroje celkem	41,21	46,04	40,55

Zdroj: vlastní zpracování

Poměr vlastních a cizích zdrojů v odvětví zásobování vodou a činnosti související s odpadními vodami, odpady a sanacemi je ve všech sledovaných obdobích obdobný – převažuje využití zdrojů vlastních nad zdroji cizími. Mezi výraznější změny, které lze vysledovat ve vývoji kapitálové struktury, patří pokles podílu dlouhodobých závazků a nárůst podílu závazků krátkodobých. Dále došlo k mírnému snížení podílu základního kapitálu a nárůstu podílu nerozděleného zisku (tabulka 5.30).

5.4.2.6 Analýza kapitálové struktury firem z odvětví Stavebnictví

Analýza výsledků řadí odvětví stavebnictví mezi odvětví s převahou využití cizích zdrojů. Podíl cizích zdrojů se dokonce v průběhu jednotlivých období zvyšoval až na poměr 70,88 % cizích zdrojů ku 29,12 % vlastních zdrojů (viz tabulka 5.31). Ve srovnání s ostatními odvětvími je nápadný malý podíl základního kapitálu na celkových použitých zdrojích financování a výrazný podíl krátkodobých závazků. Využití bankovních úvěrů je v obvyklém poměru jako u jiných odvětví. Podíl nerozděleného zisku se v průběhu času zvyšoval.

Tabulka 5.31: Poměr jednotlivých zdrojů financování – průměr za odvětví Stavebnictví (v %)

Zdroje	2000	2005	2010
Základní kapitál	29,08	14,20	8,68
Kapitálové fondy	3,86	0,96	2,54
Rezervní fondy, nedělitelný fond a ostatní fondy ze zisku	1,33	1,39	1,62
Nerozdělený zisk minulých let	3,44	9,53	12,94
Výsledek hospodaření běžného účetního období	3,20	4,37	3,33
Vlastní zdroje celkem	40,92	30,44	29,12
Rezervy	4,34	4,20	3,39
Dlouhodobé závazky	2,28	3,13	4,34
Krátkodobé závazky	44,60	41,70	48,65
Bankovní úvěry dlouhodobé	3,15	6,57	5,70
Krátkodobé bankovní úvěry a krátkodobé finanční výpomoci	4,70	13,97	8,81
Cizí zdroje celkem	59,08	69,56	70,88

Zdroj: vlastní zpracování

5.4.2.7 Analýza kapitálové struktury firem z odvětví Velkoobchod a maloobchod, opravy a údržba motorových vozidel

Tabulka 5.32: Poměr vlastních a cizích zdrojů – průměr za odvětví Velkoobchod a maloobchod, opravy a údržba motorových vozidel (v %)

<i>Zdroje</i>	<i>2000</i>	<i>2005</i>	<i>2010</i>
Základní kapitál	33,63	18,15	12,25
Kapitálové fondy	2,03	4,26	4,35
Rezervní fondy, nedělitelný fond a ostatní fondy ze zisku	1,27	1,20	1,35
Nerozdělený zisk minulých let	1,12	8,45	18,11
Výsledek hospodaření běžného účetního období	0,53	3,36	4,95
<i>Vlastní zdroje celkem</i>	<i>38,58</i>	<i>35,41</i>	<i>41,01</i>
Rezervy	0,84	0,97	0,74
Dlouhodobé závazky	11,36	6,25	5,51
Krátkodobé závazky	36,09	39,70	33,86
Bankovní úvěry dlouhodobé	6,86	2,38	4,08
Krátkodobé bankovní úvěry a krátkodobé finanční výpomoci	6,27	15,30	14,81
<i>Cizí zdroje celkem</i>	<i>61,42</i>	<i>64,59</i>	<i>58,99</i>

Zdroj: vlastní zpracování

Firmy zabývající se velkoobchodem, maloobchodem a opravami a údržbou motorových vozidel mají poměr vlastních a cizích zdrojů ve prospěch využití zdrojů cizích, kde převažují krátkodobé závazky a krátkodobé bankovní úvěry a finanční výpomoci. V rámci zdrojů vlastních docházelo k postupnému poklesu podílu základního kapitálu v čase a k nárůstu podílu nerozděleného zisku (tabulka 5.32).

5.4.2.8 Analýza kapitálové struktury firem z odvětví Doprava a skladování

Společnosti podnikající v odvětví dopravy a skladování vykazují konstantní poměr vlastních a cizích zdrojů ve všech zkoumaných letech, převažuje využití zdrojů vlastních nad zdroji cizími. V roce 2000 vykazaly firmy v odvětví záporný průměrný výsledek hospodaření běžného účetního období. Poměrně výrazný podíl základního kapitálu v roce 2000 se v následujících letech snížil. Od ostatních odvětví se odvětví dopravy a skladování odlišuje vyšším podílem kapitálových fondů ve všech sledovaných letech (tabulka 5.33).

Tabulka 5.33: Poměr jednotlivých zdrojů financování – průměr za odvětví Doprava a skladování (v %)

Zdroje	2000	2005	2010
Základní kapitál	53,43	32,01	41,76
Kapitálové fondy	13,98	26,27	23,49
Rezervní fondy, nedělitelný fond a ostatní fondy ze zisku	0,66	1,57	1,45
Nerozdělený zisk minulých let	0,05	5,34	2,10
Výsledek hospodaření běžného účetního období	-2,46	0,96	0,88
Vlastní zdroje celkem	65,66	66,16	69,68
Rezervy	1,33	0,90	1,01
Dlouhodobé závazky	3,24	6,86	6,68
Krátkodobé závazky	8,91	17,97	11,98
Bankovní úvěry dlouhodobé	19,73	5,64	5,89
Krátkodobé bankovní úvěry a krátkodobé finanční výpomoci	1,11	2,49	4,76
Cizí zdroje celkem	34,34	33,84	30,32

Zdroj: vlastní zpracování

5.4.2.9 Analýza kapitálové struktury firem z odvětví Ubytování, stravování a pohostinství

Tabulka 5.34: Poměr jednotlivých zdrojů financování – průměr za odvětví Ubytování, stravování a pohostinství (v %)

Zdroje	2000	2005	2010
Základní kapitál	35,60	15,68	13,30
Kapitálové fondy	2,82	3,92	9,87
Rezervní fondy, nedělitelný fond a ostatní fondy ze zisku	1,84	0,72	1,00
Nerozdělený zisk minulých let	0,54	5,25	6,85
Výsledek hospodaření běžného účetního období	-1,53	1,53	-13,61
Vlastní zdroje celkem	39,29	27,10	17,41
Rezervy	5,57	1,78	0,52
Dlouhodobé závazky	15,74	11,18	14,42
Krátkodobé závazky	9,70	9,09	10,54
Bankovní úvěry dlouhodobé	29,19	46,76	32,07
Krátkodobé bankovní úvěry a krátkodobé finanční výpomoci	0,52	4,09	25,05
Cizí zdroje celkem	60,71	72,90	82,59

Zdroj: vlastní zpracování

Firmy podnikající v odvětví ubytování, stravování a pohostinství hospodařily ve sledovaných letech převážně s cizími zdroji. V letech 2000 a 2010 firmy průměrně vykázaly záporný výsledek hospodaření. Velice výrazný je podíl dlouhodobých bankovních úvěrů na celkových zdrojích financování, v průběhu let došlo i k nárůstu podílu krátkodobých úvěrů. Podíl základního kapitálu se postupně snižoval (tabulka 5.34).

5.4.2.10 Analýza kapitálové struktury firem z odvětví Informační a komunikační činnosti

U společností podnikajících v odvětví informačních a komunikačních činností převažovaly v roce 2000 zdroje cizí nad zdroji vlastními, v roce 2005 se tento poměr začal překlápět ve prospěch zdrojů vlastních. V období roku 2010 již vlastní zdroje převažovaly nad zdroji cizími v poměru uvedeném v tabulce. Pro rok 2000 je charakteristickým rysem pro toto odvětví záporný výsledek hospodaření a poměrně vysoký podíl dlouhodobých bankovních úvěrů. Výrazným trendem v odvětví je pokles podílu základního kapitálu, růst nerozděleného zisku a pokles podílu závazků a úvěrů (tabulka 5.35).

Tabulka 5.35: Poměr jednotlivých zdrojů financování – průměr za odvětví Informační a komunikační činnosti (v %)

<i>Zdroje</i>	<i>2000</i>	<i>2005</i>	<i>2010</i>
Základní kapitál	43,33	28,87	10,24
Kapitálové fondy	1,70	2,01	10,40
Rezervní fondy, nedělitelný fond a ostatní fondy ze zisku	0,47	2,99	0,78
Nerozdělený zisk minulých let	1,21	13,11	27,51
Výsledek hospodaření běžného účetního období	-14,59	9,49	17,19
<i>Vlastní zdroje celkem</i>	<i>32,12</i>	<i>56,47</i>	<i>66,12</i>
Rezervy	3,19	1,25	1,40
Dlouhodobé závazky	16,87	4,29	5,92
Krátkodobé závazky	17,70	28,90	19,92
Bankovní úvěry dlouhodobé	28,97	2,77	3,19
Krátkodobé bankovní úvěry a krátkodobé finanční výpomoci	1,15	6,31	3,45
<i>Cizí zdroje celkem</i>	<i>67,88</i>	<i>43,53</i>	<i>33,88</i>

Zdroj: vlastní zpracování

5.4.2.11 Analýza kapitálové struktury firem z odvětví Peněžnictví a pojišťovnictví

Tabulka 5.36: Poměr jednotlivých zdrojů financování – průměr za odvětví Peněžnictví a pojišťovnictví (v %)

<i>Zdroje</i>	<i>2000</i>	<i>2005</i>	<i>2010</i>
Základní kapitál	19,90	6,36	12,23
Kapitálové fondy	16,33	4,60	4,15
Rezervní fondy, nedělitelný fond a ostatní fondy ze zisku	2,81	0,47	0,88
Nerozdělený zisk minulých let	0,32	2,20	3,41
Výsledek hospodaření běžného účetního období	0,52	2,78	1,92
<i>Vlastní zdroje celkem</i>	<i>39,89</i>	<i>16,41</i>	<i>22,60</i>
Rezervy	2,30	0,42	0,39
Dlouhodobé závazky	6,04	17,64	11,44
Krátkodobé závazky	25,35	20,12	12,49
Bankovní úvěry dlouhodobé	13,99	21,25	23,80
Krátkodobé bankovní úvěry a krátkodobé finanční výpomoci	12,43	24,17	29,29
<i>Cizí zdroje celkem</i>	<i>60,11</i>	<i>83,59</i>	<i>77,40</i>

Zdroj: vlastní zpracování

Odvětví peněžnictví a pojišťovnictví je specifické tím, že hospodaří převážně s cizím kapitálem. Tabulka 5.36 tento rys odvětví potvrzuje, v jednotlivých sledovaných letech však poměr vlastních a cizích zdrojů kolísá. Dále je patrný trend zvyšování podílu krátkodobých a dlouhodobých úvěrů.

5.4.2.12 Analýza kapitálové struktury firem z odvětví Činnosti v oblasti nemovitostí

Poměr vlastních a cizích zdrojů u firem podnikajících v oblasti nemovitostí byl v roce 2000 vyrovnaný, od roku 2005 mírně převažuje podíl cizích zdrojů. V roce 2000 toto odvětví vykázalo záporný hospodářský výsledek, od roku 2005 je podíl zisku na celkových zdrojích sice zanedbatelný, ale kladný. Ve složení kapitálové struktury je patrná tendence poklesu podílu základního kapitálu a růst podílu dlouhodobých bankovních úvěrů (tabulka 5.37).

Tabulka 5.37: Poměr jednotlivých zdrojů financování – průměr za odvětví Činnosti v oblasti nemovitostí (v %)

Zdroje	2000	2005	2010
Základní kapitál	61,17	22,37	11,32
Kapitálové fondy	5,00	8,94	14,11
Rezervní fondy, nedělitelný fond a ostatní fondy ze zisku	11,10	1,67	2,67
Nerozdělený zisk minulých let	0,48	3,02	3,65
Výsledek hospodaření běžného účetního období	-26,24	1,88	0,99
Vlastní zdroje celkem	51,51	37,88	32,74
Rezervy	8,35	0,71	0,59
Dlouhodobé závazky	4,46	10,46	14,33
Krátkodobé závazky	27,78	12,38	8,79
Bankovní úvěry dlouhodobé	6,69	32,94	39,23
Krátkodobé bankovní úvěry a krátkodobé finanční výpomoci	1,21	5,64	4,32
Cizí zdroje celkem	48,49	62,12	67,26

Zdroj: vlastní zpracování

5.4.2.13 Analýza kapitálové struktury firem z odvětví Profesní, vědecké a technické činnosti

Tabulka 5.38: Poměr jednotlivých zdrojů financování – průměr za odvětví Profesní, vědecké a technické činnosti (v %)

Zdroje	2000	2005	2010
Základní kapitál	57,18	21,33	9,39
Kapitálové fondy	1,83	6,36	5,97
Rezervní fondy, nedělitelný fond a ostatní fondy ze zisku	3,05	1,61	2,38
Nerozdělený zisk minulých let	0,73	6,15	30,59
Výsledek hospodaření běžného účetního období	-0,04	3,31	4,27
Vlastní zdroje celkem	62,74	38,76	52,59
Rezervy	2,82	3,07	1,84
Dlouhodobé závazky	3,46	4,19	7,31
Krátkodobé závazky	24,94	28,51	32,89
Bankovní úvěry dlouhodobé	5,51	9,30	2,21
Krátkodobé bankovní úvěry a krátkodobé finanční výpomoci	0,52	16,17	3,16
Cizí zdroje celkem	37,26	61,24	47,41

Zdroj: vlastní zpracování

V oboru profesních, vědeckých a technických činností je poměr vlastních a cizích zdrojů v čase různorodý, kolísá okolo vyváženého poměru, v letech 2000 a 2010 s převahou zdrojů vlastních, v roce 2005 s převahou zdrojů cizích. Z tabulky 5.38 je patrná tendence poklesu podílu základního kapitálu a růst podílu nerozděleného zisku. Podíl krátkodobých závazků je v čase stabilní, podíl dlouhodobých závazků se mírně zvýšil, rovněž došlo k nárůstu kapitálových fondů (tabulka 5.38).

5.4.2.14 Analýza kapitálové struktury firem z odvětví Administrativní a podpůrné činnosti

Kapitálová struktura firem věnujících se administrativním činnostem obdobně jako předchozí odvětví profesních, vědeckých a technických činností kolísá okolo vyváženého poměru, v roce 2000 s převahou zdrojů vlastních, v letech 2005 a 2010 s převahou zdrojů cizích. Pro rok 2000 je charakteristický vysoký podíl základního kapitálu a záporný výsledek hospodaření. Podíl základního kapitálu se v následujících letech snížil a stabilizoval, přičemž zároveň došlo ke zvýšení podílu ostatních položek kapitálové struktury, kapitálových fondů, krátkodobých bankovních úvěrů, výsledku hospodaření i závazků (tabulka 5.39).

Tabulka 5.39: Poměr jednotlivých zdrojů financování – průměr za odvětví Administrativní a podpůrné činnosti (v %)

<i>Zdroje</i>	<i>2000</i>	<i>2005</i>	<i>2010</i>
Základní kapitál	50,98	15,21	14,49
Kapitálové fondy	5,58	8,19	13,09
Rezervní fondy, nedělitelný fond a ostatní fondy ze zisku	2,44	1,42	1,44
Nerozdělený zisk minulých let	0,55	9,16	9,70
Výsledek hospodaření běžného účetního období	-2,48	4,83	3,19
<i>Vlastní zdroje celkem</i>	<i>57,08</i>	<i>38,82</i>	<i>41,91</i>
Rezervy	0,45	2,08	1,39
Dlouhodobé závazky	10,79	6,49	8,81
Krátkodobé závazky	15,76	28,61	19,21
Bankovní úvěry dlouhodobé	14,58	18,26	16,27
Krátkodobé bankovní úvěry a krátkodobé finanční výpomoci	1,34	5,74	12,41
<i>Cizí zdroje celkem</i>	<i>42,92</i>	<i>61,18</i>	<i>58,09</i>

Zdroj: vlastní zpracování

5.4.3 Shrnutí trendů ve vývoji kapitálové struktury obchodních společností

Na základě provedené analýzy zdrojů financování obchodních společností ze 14 různých odvětví podnikatelské činnosti v letech 2000 až 2010 lze konstatovat následující závěry.

Mezi odvětví, ve kterých **převažuje použití vlastních zdrojů financování** nad zdroji cizími ve všech sledovaných letech, se řadí odvětví zemědělství, lesnictví a rybářství, výroba a rozvod elektřiny, plynu, tepla a klimatizovaného vzduchu, zásobování vodou a činnosti související s odpadními vodami, odpady a sanacemi, a doprava a skladování. Jedná se o trend typický převážně pro průmyslová a zemědělská odvětví.

Výrazná převaha cizích zdrojů ve vyhodnocení kapitálové struktury se potvrdila u odvětví peněžnictví a pojišťovnictví. Mezi další odvětví, u kterých v poměru vlastních a cizích zdrojů, převažují zdroje cizí, patří stavebnictví, velkoobchod a maloobchod, opravy a údržba motorových vozidel, ubytování, stravování a pohostinství. Společným charakteristickým rysem uvedených odvětví je, že se většinou jedná o poskytování služeb.

Analýza kapitálové struktury ve zpracovatelském průmyslu přinesla jako u jediného odvětví výjimečnou **vyrovnanost v poměru vlastních a cizích zdrojů** v celém sledovaném období od roku 2000 do roku 2010.

K nepravidelným změnám v poměru vlastního a cizího kapitálu ve sledovaném období docházelo u několika nesourodých odvětví. Patří sem těžba a dobývání, kde v kapitálové struktuře zpočátku převažovaly zdroje vlastní, poté cizí a následně opět vlastní. V odvětví informačních a komunikačních činností nejprve převažovaly zdroje cizí a od roku 2005 již převažují zdroje vlastní. Opačným případem byla odvětví činností v oblasti nemovitostí a administrativních a podpůrných činností, kde nejprve převažovaly zdroje vlastní a od roku 2005 převažují zdroje cizí. V odvětví profesních, vědeckých a technických činností nejprve převažovaly zdroje vlastní, poté cizí a nakonec se poměr vlastních a cizích zdrojů vyrovnal.

Dle srovnání výsledků z let 2005 a 2010, v jejichž mezidobí vrcholila finanční krize (2008 až 2009), se nedá vysledovat žádná tendence k prioritnímu využívání vlastních či cizích zdrojů, ani ke zvýšenému podílu bankovních úvěrů a dlouhodobých závazků.

Analýza trendů v rámci jednotlivých odvětví odhalila, že u všech sledovaných odvětví došlo mezi roky 2005 a 2010 k výraznému poklesu podílu základního kapitálu, který byl doprovázen růstem podílu nerozděleného zisku z minulých let a podílu výsledku hospodaření běžného účetního období. Podíl vlastního kapitálu poklesl u devíti odvětví a u pěti odvětví podíl vlastního kapitálu vzrostl. U devíti odvětví rovněž došlo k růstu podílu bankovních úvěrů, k poklesu u pěti odvětví.

5.5 Dotazníkové šetření zaměřené na determinanty kapitálové struktury a investiční rozhodování podniků

Na základě studia teoretických východisek vyvstávají otázky, jak firmy vnímají kapitálovou strukturu v praxi: zda skutečně sledují poměr vlastních a cizích zdrojů, jaké vnější a vnitřní faktory mají z jejich pohledu největší vliv na výslednou podobu podnikové kapitálové struktury či zda ke svému financování využívají nástroje kapitálového trhu (pokud ano, tak jaké).

Tato část disertační práce obsahuje výsledky empirického šetření zaměřeného na determinanty kapitálové struktury podnikatelských subjektů a další aspekty investičního rozhodování z pohledu těchto subjektů (obchodních společností).

5.5.1 Použitá metodika

Šetření bylo provedeno v několika fázích. První fáze spočívala ve stanovení základního a výběrového souboru. Základním souborem zkoumání byly všechny ekonomicky aktivní obchodní společnosti v České republice. Zdrojem dat o subjektech (obor podnikání a kontaktní informace) byla databáze firem a institucí Creditinfo Albertina GOLD. Reprezentativnost vzorku je jedním z důležitých předpokladů statického zpracování. Reprezentativní výběr byl v rámci výzkumu prováděn ze skupin, kdy všechny zkoumané objekty byly rozděleny dle určitého znaku (dle ekonomických činností) a z každé skupiny bylo vybráno několik reprezentantů, kteří byli zahrnuti do výzkumu. Ze základního souboru všech obchodních společností bylo zvoleno 14 odvětví ekonomických činností dle CZ-NACE, přičemž v rámci každého odvětví bylo náhodným výběrem (použit generátor náhodných čísel) vybráno 100 firem. Výběrový soubor tvořilo 1400 firem.

Práce s výběrovým souborem je méně časově náročná na získání a zpracování dat, je ale nutno brát do úvahy i možná negativa. Hlavním záporem je, že odhady pořízené pomocí výběru se plně nekryjí se skutečnými vlastnostmi zkoumaného základního souboru, ale určitým způsobem se od něj odchyľují. Jsou zatíženy výběrovou chybou, která vznikne tím, že hodnoty proměnné jsou zjišťovány jen u výběrového souboru, ale závěry jsou prováděny pro celý základní soubor.

Další fáze zahrnovala vytvoření elektronického dotazníku, který byl následně emailovou poštou rozeslán na finanční a ekonomická oddělení či management 1400 firem. Dotazníkové šetření probíhalo v průběhu září až října 2013. Návratnost dotazníků je při takovýchto šetřeních obvykle poměrně nízká. Počet navracených dotazníků byl pouze 48, přesto ho lze považovat za soubor velkého rozsahu. Dotazník obsahoval otázky, jejichž cílem bylo zjistit skutečné faktory, které mají vliv na to, jaké zdroje financování podniky využívají. Zda je výsledná kapitálová struktura firmy výsledkem vlastního rozhodnutí firmy či jiných vnitřních faktorů, nebo spíš výsledkem působení vnějších faktorů, které firma sama není schopna ovlivnit. Dotazník byl zkonstruován na bázi tzv. hodnotících škál, které slouží k vyjádření názorů a postojů, a proto jsou často využívány pro svou jednoduchost. Jednotlivé postoje respondentů jsou na škále zřetelně vyjádřeny určitou deskriptivní výpovědí. Mezi hlavní výhody těchto typů otázek patří snadnější vyhodnocení pomocí statistické analýzy a rychlejší způsob zpracování. Hlavní nevýhodou, se kterou je nutno počítat, je častá nesnadná interpretace škál a jejich subjektivní ohodnocení. Pro provedené dotazníkové šetření byla vybrána škála od 1 do 5, takže bylo počítáno i s tzv. nulovým bodem. Formulář dotazníku tvoří přílohu D této disertační práce.

Na rozdíl od řady provedených empirických výzkumů v oblasti kapitálové struktury firem, které se opírají ex-post o veřejně dostupná ekonomická data, toto dotazování bylo zaměřené na faktory, které ex-ante výslednou kapitálovou strukturu ovlivňují.

Vyhodnocení získaných dat bylo provedeno pomocí metod deskriptivní statistiky. **Ordinální proměnné** jsou proměnné, které mohou nabývat v daném intervalu konečného počtu hodnot a lze je setřídít podle kvalitativního hlediska. **Kardinální proměnné** jsou numerické proměnné, jejichž hodnoty mají význam čísel, jež lze seřadit do vzrůstající nebo klesající řady, a mohou nabývat teoreticky jakékoli hodnoty z definičního intervalu proměnné. Při analýze proměnných je nejprve provedena základní deskriptivní statistika

s výpočtem základních parametrů polohy a rozptýlení. Pokud jsou splněny základní předpoklady, jsou zkoumány vazby mezi jednotlivými soubory. Jedná se o zamítnutí či nezamítnutí nulové hypotézy H_0 pomocí sady t-testů. V případě zamítnutí normality Shapiro-testem při jejím výrazném narušení je použit neparametrický Wilcoxonův test. Ne vždy bylo možné v rámci vyhodnocení jednoznačně rozhodnout, zda se jedná o proměnnou ordinální nebo kardinální, proto byly provedeny obě analýzy.

Hladina významnosti α udává maximální chybu, které je možno se při závěrech dopustit. V celé práci se pracuje s hladinou významnosti $\alpha = 0,05$, což odpovídá 5% chybě. **Hladina spolehlivosti** HS je pak dána vztahem $1 - \alpha$ a udává, s jakou spolehlivostí činíme závěr. **P-hodnota** je chyba, jaké se dopustíme, pokud zamítneme hypotézu H_0 . **Konfidenční interval** $\mu_{1-\alpha}$ je interval, kde se nachází střední hodnota statistického souboru se spolehlivostí $1 - \alpha$. **Nulová hypotéza** H_0 je hypotéza, jejíž platnost je testována, **alternativní hypotézu** H_A tvoří alternativy k H_0 .

Ke stanovení nejvýraznějších vnitřních a vnějších determinant kapitálové struktury byla použita metoda **faktorové analýzy**. Faktorová analýza je statistická metoda seskupování vysoce korelovaných dat a redukce počtu původních proměnných na menší počet faktorů (Meloun a Mílitký, 2004). Vzhledem k názvu metody „faktorová“ analýza, jejímž cílem je stanovení výsledných „faktorů“, je v rámci této studie pro „faktory, které ovlivňují kapitálovou strukturu podniku“ používán nadále pojem „determinanta kapitálové struktury“, protože se jedná o „proměnnou“ vstupující do faktorové analýzy. Faktorová analýza vnějších determinant původně zahrnovala 9 proměnných (determinant), analýza vnitřních determinant zahrnovala 11 proměnných. Pojem „faktor“ je výstup z faktorové analýzy, který je vytvořen pomocí redukce a sumarizace „proměnných“ – determinant. Na základě provedené faktorové analýzy vnějších a vnitřních determinant byly stanoveny 3 vnější faktory a 3 vnitřní faktory, přičemž každý faktor je tvořen více proměnnými obsaženými v dotazníku. Pro zpracování faktorové analýzy byl využit software R (R Core Team R, 2012).

K vyhodnocení vlivu právní formy podnikání, velikosti podniku a oboru podnikání na strukturu odpovědí týkajících se vnějších a vnitřních faktorů při rozhodování o výši cizích zdrojů byla použita **analýza rozptylu ANOVA** (*Analysis Of Variance*). Tato metoda je

založena na hodnocení vztahů mezi rozptyly porovnávaných výběrových souborů (testování shody středních hodnot se převádí na testování shody dvou rozptylů (F-test)).

Pro potřeby analýzy ANOVA byly jednotlivé obory podnikání agregovány ze 14 odvětví do 4 skupin oborů, u nichž lze nalézt společné charakteristiky:

1. *Průmysl* – reprezentuje 56,25 % respondentů a zahrnuje odvětví: F – Stavebnictví, D - Výroba a rozvod elektřiny, plynu, tepla a klimatizovaného vzduchu, B - Těžba a dobývání a C - Zpracovatelský průmysl.
2. *Služby* - reprezentuje 22,92 % respondentů a zahrnuje odvětví: G - Velkoobchod a maloobchod, opravy a údržba motorových vozidel, E - Zásobování vodou, činnosti související s odpadními vodami, odpady a sanacemi, H - Doprava a skladování, I - Ubytování, stravování a pohostinství a L - Činnosti v oblasti nemovitostí.
3. *Administrativa* - reprezentuje 10,42 % respondentů a zahrnuje odvětví: J - Informační a komunikační činnosti, N - Administrativní a podpůrné činnosti a M - Profesní, vědecké a technické činnosti.
4. *Zemědělství* - reprezentuje 10,42 % respondentů a zahrnuje odvětví A - Zemědělství, lesnictví, rybářství.

Dotazníkové šetření bylo zaměřeno na vnitřní a vnější determinanty kapitálové struktury, podíl vlastních a cizích zdrojů ve firmě, předpokládaný vývoj ve složení kapitálové struktury, používané metody vyhodnocování investičních projektů a využívání nástrojů kapitálové trhu k získání kapitálu. Respondenti zároveň vyplňovali i otázky týkající se právní formy podnikání, převažujícího předmětu činnosti a velikosti podniku.

5.5.2 Vyhodnocení dotazníkového šetření – skladba respondentů

Tabulka 5.40 shrnuje **skladbu respondentů dle právní formy podnikání**.

Tabulka 5.40: Skladba respondentů dle právní formy podnikání

<i>Právní forma podnikání</i>	<i>Počet respondentů</i>	<i>Podíl (v %)</i>
Akciová společnost	8	16,7
Společnost s ručením omezeným	39	81,3
Jiná (státní podnik)	1	2,1
Celkem	48	100,0

Zdroj: vlastní zpracování

Statisticky významně nejčetněji je zastoupena právní forma společnost s ručením omezeným. Lze dále konstatovat, že právní forma „jiná“ se vyskytla zcela minoritně (jednou) a jednalo se o státní podnik.

Tabulka 5.41 shrnuje **skladbu respondentů podle převažujícího předmětu ekonomické činnosti podniku**.

Respondenti s převažujícím předmětem činnosti F- stavebnictví jsou zastoupeni statisticky významně ččetněji než respondenti s převažujícím předmětem činnosti E,H,I,J,L a M ($p\text{-hodnota}_{\max} \leq 0,0348$). Respondenti s převažujícím předmětem činnosti D - výroba a rozvod elektřiny, plynu, tepla a klimatizovaného vzduchu jsou zastoupeni statisticky významně ččetněji, než respondenti s převažujícím předmětem činnosti H,I,J,L a M ($p\text{-hodnota}_{\max} \leq 0,0196$). V zastoupení ostatních převažujících předmětů činnosti nebyl rozdíl indikován jako statisticky významný ($p\text{-hodnota}_{\min} \leq 0,0578$).

Tabulka 5.41: Skladba respondentů dle převažujícího předmětu činnosti

<i>Převažující předmět činnosti</i>	<i>Počet respondentů</i>	<i>Podíl (v %)</i>
F - Stavebnictví	9	18,8
D - Výroba a rozvod elektřiny, plynu, tepla a klimatizovaného vzduchu	8	16,7
G - Velkoobchod a maloobchod, opravy a údržba motorových vozidel	6	12,5
A - Zemědělství, lesnictví, rybářství	5	10,4
B - Těžba a dobývání	5	10,4
C - Zpracovatelský průmysl	5	10,4
N - Administrativní a podpůrné činnosti	3	6,3
E - Zásobování vodou, činnosti související s odpadními vodami, odpady a sanacemi	2	4,2
H - Doprava a skladování	1	2,1
I - Ubytování, stravování a pohostinství	1	2,1
J - Informační a komunikační činnosti	1	2,1
L - Činnosti v oblasti nemovitosti	1	2,1
M - Profesní, vědecké a technické činnosti	1	2,1
Celkem	48	100,0

Zdroj: vlastní zpracování

Tabulka 5.42 představuje **skladbu respondentů podle velikosti podniku** (měřeno počtem pracovníků).

Tabulka 5.42: Skladba respondentů dle velikosti podniku

<i>Velikost podniku (počet pracovníků)</i>	<i>Počet respondentů</i>	<i>Podíl (v %)</i>
mikropodnik (0-9 pracovníků)	12	25,0
malý podnik (10-49 pracovníků)	21	43,8
střední podnik (50-249 pracovníků)	10	20,8
velký podnik (250 a více pracovníků)	5	10,4
Celkem	48	100,0

Zdroj: vlastní zpracování

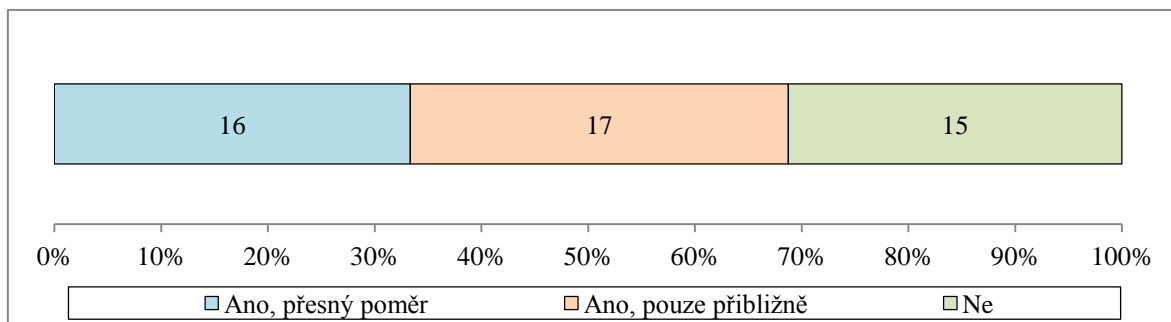
Do kategorie *mikropodnik* byly zařazeny firmy s počtem pracovníků 0 až 9, do kategorie *malý podnik* firmy s počtem pracovníků 10 až 49, do kategorie *střední podnik* firmy s počtem pracovníků 50 až 249 a do kategorie *velký podnik* firmy s počtem pracovníků přesahujícím 250.

Analýza odhalila statisticky významný rozdíl v zastoupení malých a středních podniků ($p\text{-hodnota} \leq 0,0482$). Tento závěr je ale na hranici (hraniční hodnota pro závěr je $p\text{-hodnota} \leq 0,05$). Vzhledem k počtu respondentů je vhodnější konstatovat, že jediný statisticky významný rozdíl je v zastoupení malých a velkých podniků ($p\text{-hodnota} \leq 0,0017$). V zastoupení ostatních velikostí podniků pak rozdíl není indikován jako statisticky významný. V zastoupení mikropodniků, středních a velkých podniků nebyl identifikován statisticky významný rozdíl ($p\text{-hodnota}_{\min} \leq 0,0896$).

5.5.3 Souhrn výsledků dotazování týkající se investičního rozhodování firem

V této části práce jsou shrnuty výsledky provedeného empirického výzkumu týkající se vybraných aspektů investičního rozhodování firem. Prezentováno je vyhodnocení odpovědí respondentů na otázky týkající se podílu vlastních a cizích zdrojů ve firmě, názorů firem na předpokládaný vývoj ve složení kapitálové struktury, používané metody vyhodnocování investičních projektů a na případné využívání nástrojů kapitálové trhu při získávání kapitálu.

Cílem otázky „**Sleduje Vaše společnost poměr vlastních a cizích zdrojů kapitálu?**“ bylo zjistit, zda firmy v ČR mají povědomí o vlastní kapitálové struktuře. Obrázek 5.9 shrnuje skladbu odpovědí na otázku.

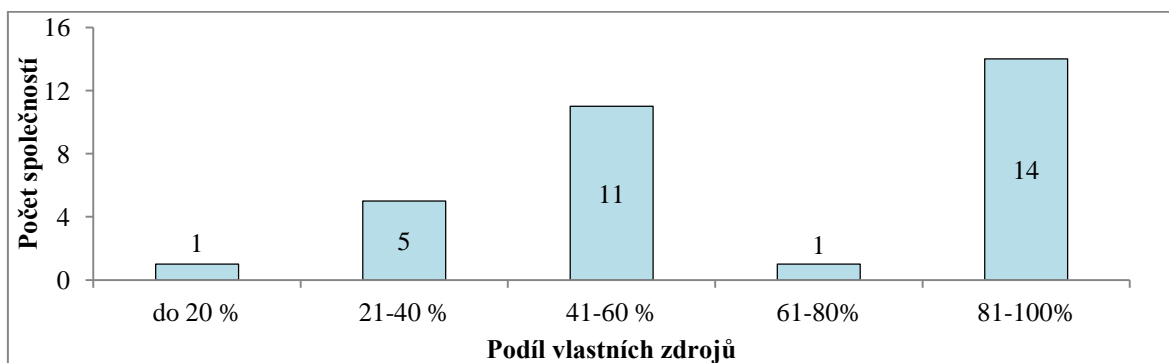


Obrázek 5.9: Skladba odpovědí na otázku: „Sleduje Vaše společnost poměr vlastních a cizích zdrojů kapitálu?“

Zdroj: vlastní zpracování

Analýza neprokázala, že by byl statisticky významný rozdíl v zastoupení jednotlivých odpovědí ($p\text{-hodnota}_{\min} \leq 0,723$). **Pokud jsou agregovány odpovědi ano, přesný poměr a ano, pouze přibližně, lze konstatovat, že většina dotázaných firem (68,8%) sleduje poměr vlastních a cizích zdrojů.**

Firmy, které na předcházející otázku odpověděly *ano* nebo *ano, pouze přibližně*, měly v následující doplňující otázce odhadnout poměr vlastních a cizích zdrojů. Skladbu odpovědí týkající se **poměru vlastních zdrojů** prezentuje obrázek 5.10. U jednoho respondenta nebyl údaj uveden.



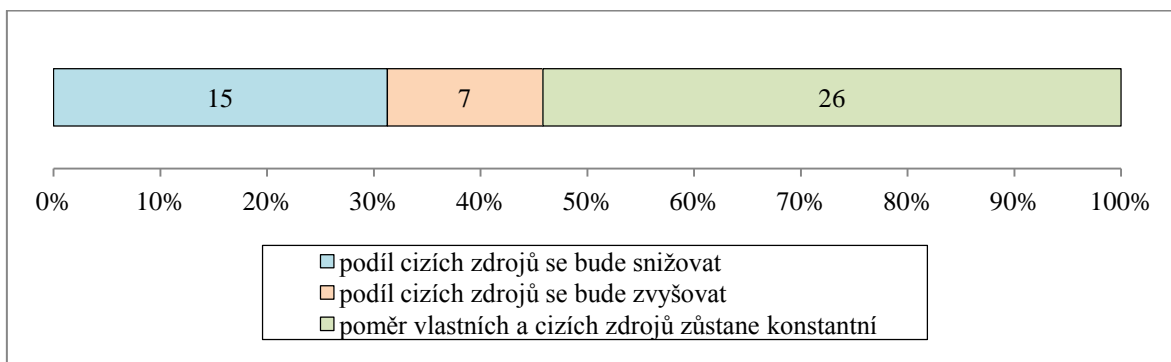
Obrázek 5.10: Skladba odpovědí na otázku: „Pokud ANO (a ANO přibližně), odhadněte prosím podíl VLASTNÍCH zdrojů (v %)“

Zdroj: vlastní zpracování

Lze konstatovat, že v zastoupení podílů do 20 %, 21 – 40 % a 61 – 80 % není statisticky významný rozdíl ($p\text{-hodnota}_{\min} \leq 0,102$). Statisticky významný rozdíl byl identifikován v zastoupení podílů 81-100 % a podílů s výskytem 5 a méně ($p\text{-hodnota}_{\max} \leq 0,389$). Podíl 41 – 60 % je zastoupen statisticky významně čteněji, než podíly s počtem výskytů 1 ($p\text{-hodnota}_{\max} \leq 0,004$).

Z firem, které sledují poměr vlastních a cizích zdrojů, jich většina (43,8 %) odhaduje, že převažují zdroje vlastní (podíl vlastních zdrojů 81 až 100 %) a 34,4 % odhaduje vyrovnaný poměr vlastních a cizích zdrojů (podíl vlastních zdrojů 41 až 60 %).

Firmy se měly dále pokusit odhadnout, jaký bude **další vývoj ve složení kapitálové struktury** jejich podniku. Obrázek 5.11 shrnuje skladbu odpovědí na otázku. Analyzována je změna podílu cizího kapitálu.



Obrázek 5.11: Skladba odpovědí na otázku: „Jaký předpokládáte vývoj ve složení kapitálové struktury Vašeho podniku?“

Zdroj: vlastní zpracování

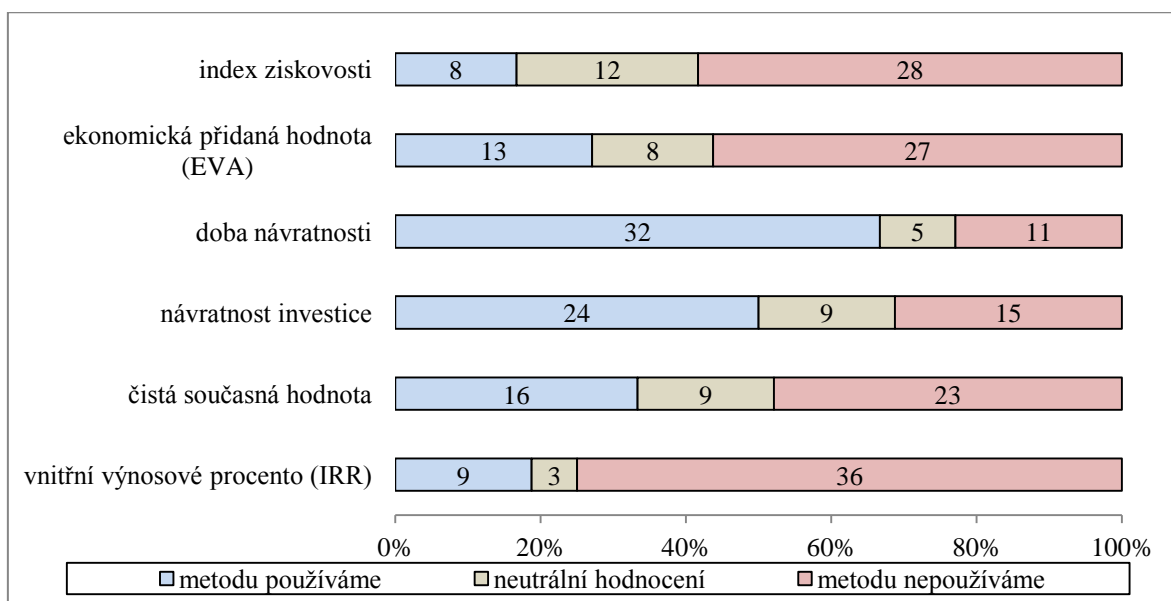
Lze konstatovat, že je statisticky významný rozdíl v jednotlivých názorech na změnu podílu cizího kapitálu ve firmách je statisticky významný rozdíl a to ve všech případech ($p\text{-hodnota}_{\max} \leq 0,085$). Statisticky významně největší skupina respondentů se domnívá, že podíl cizího kapitálu ve firmě bude konstantní a nebude se měnit ($p\text{-hodnota}_{\min} \leq 0,085$). Ze zbylých dvou názorů je statisticky významně čteněji zastoupen ten, že se podíl cizího kapitálu ve firmě bude snižovat ($p\text{-hodnota} \leq 0,088$). **Většina respondentů (54,2 %) předpokládá, že podíl vlastních a cizích zdrojů zůstane i v budoucnu konstantní.**

Část dotazníků byla zaměřená i na metody, které podniky využívají pro vyhodnocování investičních projektů. Analýza odpovědí na otázku „**Jaké metody vyhodnocování investičních projektů Vaše firma využívá? Zvolte frekvenci z nabízené škály 1 až 5: 1 – používáme pravidelně, 5 – nepoužíváme**“ byla provedena nejprve jako analýza ordinálních proměnných a následně jako kardinálních proměnných.

Analýza odpovědí týkající se metod a frekvence využití metod vyhodnocování investičních projektů jako proměnných *ordinálních* je zachycena na obrázku 5.12. Vzhledem

k nízkému počtu dat a roztržitosti odpovědí je provedena agregace hodnocení následujícím způsobem: hodnocení 1 a 2 je agregováno do hodnocení „metodu používáme“, hodnocení 3: „neutrální hodnocení“, hodnocení 4 a 5 je agregováno do hodnocení „metodu nepoužíváme“.

Z výsledků vyplývá, že statisticky nejčastěji používanou metodou je metoda doby návratnosti projektu, kterou používá 66,7 % respondentů, následuje návratnost investice, jejíž používání udává 50,5 % respondentů. Oproti tomu nejméně často využívanými metodami vyhodnocování investičních projektů je index ziskovosti (použití udává 16,7 % respondentů), vnitřní výnosové procento (18,8 % respondentů) a ekonomická přidaná hodnota (27,1 % respondentů), přičemž $p\text{-hodnota}_{\max} \leq 0,0269$. U zbylých dvou metod nebyl v zastoupení skupin respondentů, kteří je používají a respondentů, kteří je nepoužívají, identifikován statisticky významný rozdíl ($p\text{-hodnota}_{\min} \leq 0,150$). Žádný z respondentů neuvedl, že by jejich podnik využíval jinou metodu vyhodnocování investičních projektů, než byly uvedeny.



Obrázek 5.12: Vyhodnocení odpovědí na otázku: „Jaké metody vyhodnocování investičních projektů Vaše firma využívá?“ jako ordinálních proměnných

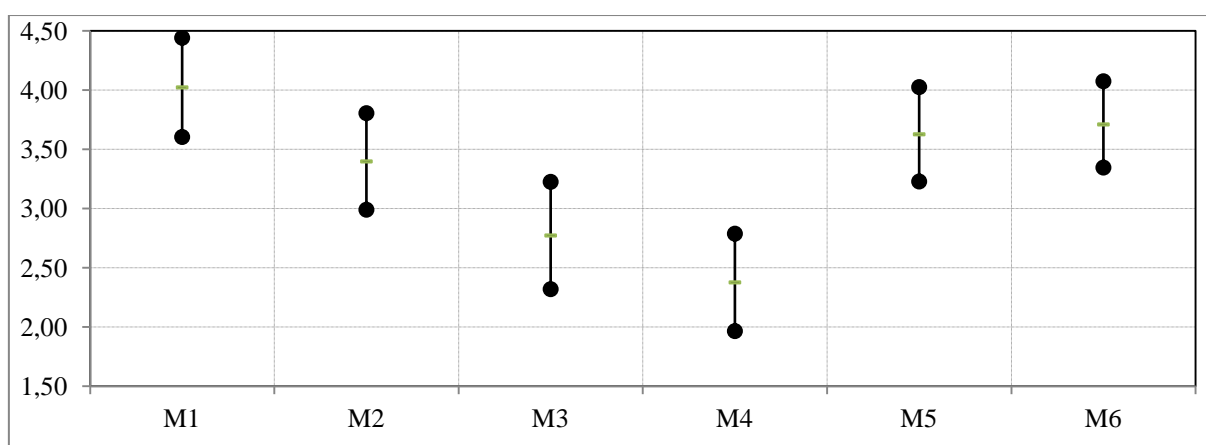
Zdroj: vlastní zpracování

Analýza odpovědí týkající se metod a frekvence využití metod vyhodnocování investičních projektů jako *kardinálních* proměnných je zachycena v tabulce 5.43 a na obrázku 5.13.

Tabulka 5.43: Metody vyhodnocování investičních projektů – analýza odpovědí jako kardinálních proměnných

Metoda	\bar{x}	$\bar{x} - t \frac{s}{\sqrt{n}}$	$\bar{x} + t \frac{s}{\sqrt{n}}$	Medián	Směrodatná odchylka
M1: vnitřní výnosové procento (IRR)	4,02	3,60	4,44	5	1,480
M2: čistá současná hodnota	3,40	2,99	3,80	3	1,440
M3: návratnost investice	2,77	2,32	3,22	2,5	1,601
M4: doba návratnosti	2,38	1,96	2,79	2	1,453
M5: ekonomická přidaná hodnota	3,63	3,23	4,02	4	1,409
M6: index ziskovosti	3,71	3,34	4,07	4	1,288

Zdroj: vlastní zpracování



Obrázek 5.13: Vyhodnocení odpovědí na otázku: „Jaké metody vyhodnocování investičních projektů Vaše firma využívá?“ jako kardinálních proměnných

Zdroj: vlastní zpracování

Analýza prokázala statisticky významný rozdíl ve středních hodnotách hodnocení využití jednotlivých metod u metody doba návratnosti a ostatních, kromě návratnosti investice. Dále byl identifikován statisticky významný rozdíl ve střední hodnotě četnosti využití metod mezi metodou návratnost investice a metodami vnitřní výnosové procento (IRR) a index ziskovosti. V ostatních případech nebyl rozdíl identifikován jako statisticky významný (95% intervaly spolehlivosti středních hodnot se překrývají).

Vzhledem k tomu, že firmy v ČR pouze v omezené míře **využívají nástrojů kapitálového trhu k získávání zdrojů financování**, byla další otázka zaměřena právě na to, zda dané firmy některé instrumenty kapitálového trhu využívají. V případě že ano, měly identifikovat jaké (emise akcií, emise obligací, jiné) a v případě že ne, měly uvést hlavní důvod.

Jeden respondent (2,1 %) uvedl, že společnost využívá k získání kapitálu emisi obligací. Zbýlých 47 respondentů (97,9 %) uvedlo, že žádné z nástrojů kapitálového trhu jako zdroj financování nevyužívají. Mezi důvody, které respondenti uvedli, byly devětkrát (32,1 %) zastoupeny vysoké náklady spojené s emisí, desetkrát (20,8 %) nízká likvidita českého kapitálového trhu a po jednom (2,1 %) byly uvedeny jiné (vlastní) odpovědi. Mezi jiné odpovědi například patřilo, že „jsou malý podnik“, dále „nechci mít jakýkoli dluh“, dále „jsme státní podnik“, případně „pro naši firmu nesmysl“, zřejmě vzhledem k malé velikosti firmy. U zbýlých respondentů důvod nebyl uveden. **Výsledky dotazování potvrdily zanedbatelný zájem podniků o financování pomocí nástrojů kapitálového trhu.**

5.5.4 Vnější determinanty kapitálové struktury z pohledu podniků

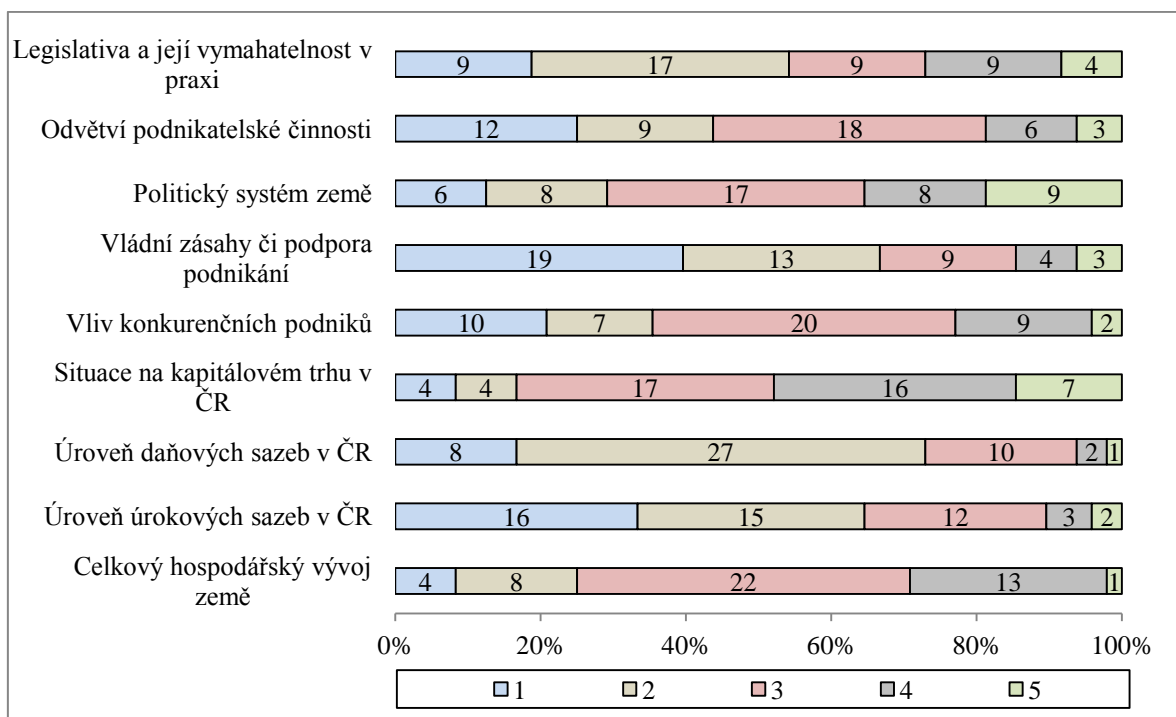
V rámci dotazování měli respondenti na výběr z 9 vnějších determinant kapitálové struktury jejich podniku:

- celkový hospodářský vývoj země,
- úroveň úrokových sazeb v ČR,
- úroveň daňových sazeb v ČR,
- situace na kapitálovém trhu v ČR,
- vliv konkurenčních podniků,
- vládní zásahy či podpora podnikání,
- politický systém země,
- odvětví podnikatelské činnosti,
- legislativa a její vymahatelnost v praxi.

K hodnocení měli respondenti použít škálu od 1 do 5 (pozn.: 1 = nejdůležitější faktor, 5 = faktor nemá vliv).

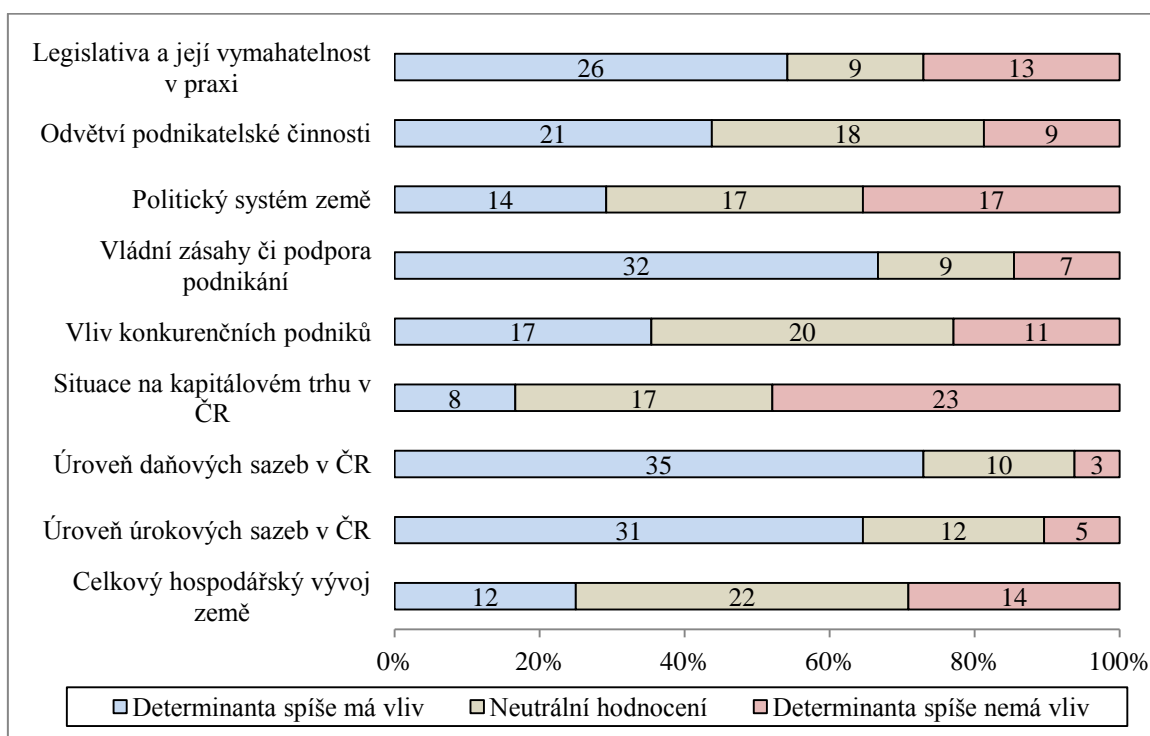
5.5.4.1 Analýza odpovědí jako ordinálních proměnných

Jak již bylo zmíněno, ordinální proměnné jsou proměnné, které mohou nabývat v daném intervalu konečného počtu hodnot a lze je setřídít podle kvalitativního hlediska. Vzhledem k nízkému počtu dat a roztržitosti odpovědí je provedena agregace hodnocení následujícím způsobem: hodnocení 1 a 2: determinanta spíše má vliv, hodnocení 3: neutrální hodnocení, hodnocení 4 a 5: determinanta spíše nemá vliv. Obrázek 5.14 zachycuje jednotlivé odpovědi před agregací, obrázek 5.15 po agregaci odpovědí.



Obrázek 5.14: Struktura odpovědí na otázku: „Ohodnoťte důležitost uvedených vnějších faktorů při rozhodování o výši cizích zdrojů“ před agregací odpovědí

Zdroj: vlastní zpracování



Obrázek 5.15: Struktura odpovědí na otázku: „Ohodnoťte důležitost uvedených vnějších faktorů při rozhodování o výši cizích zdrojů“ po agregaci odpovědí

Zdroj: vlastní zpracování

Po agregaci odpovědí lze konstatovat, že respondenti považují za spíše důležité determinanty: legislativu a její vymahatelnost v praxi, vládní zásahy či podporu podnikání, úroveň daňových sazeb v ČR a úroveň úrokových sazeb v ČR. U těchto proměnných se odpověď „determinanta spíše má vliv“ objevuje statisticky významně čteněji než zbylé dvě ($p\text{-hodnota}_{\max} \leq 0,037$). Pokud bychom porovnali pouze odpovědi, které se nějakým způsobem vymezují (nebrali bychom v potaz odpovědi „neutrální hodnocení“), do skupiny proměnných s vlivem by ještě přibyla determinanta odvětví podnikatelské činnosti.

Determinanta situace na kapitálovém trhu v ČR má největší podíl zastoupení odpovědi „determinanta spíše nemá vliv“. Tato je zastoupena statisticky významně čteněji než odpověď „determinanta spíše má vliv“ ($p\text{-hodnota} \leq 0,007$).

Analýza výsledků dotazování týkajícího se vnějších determinant identifikovala jako nejvýznamnější faktory „legislativu a její vymahatelnost v praxi“, „vládní zásahy či podporu podnikání“, „úroveň daňových sazeb v ČR“ a „úroveň úrokových sazeb v ČR“. Jako nejméně důležitý faktor pro rozhodování podniků o zdrojích financování se ukázala „situace na kapitálovém trhu“.

5.5.4.2 Analýza odpovědí jako kardinálních proměnných

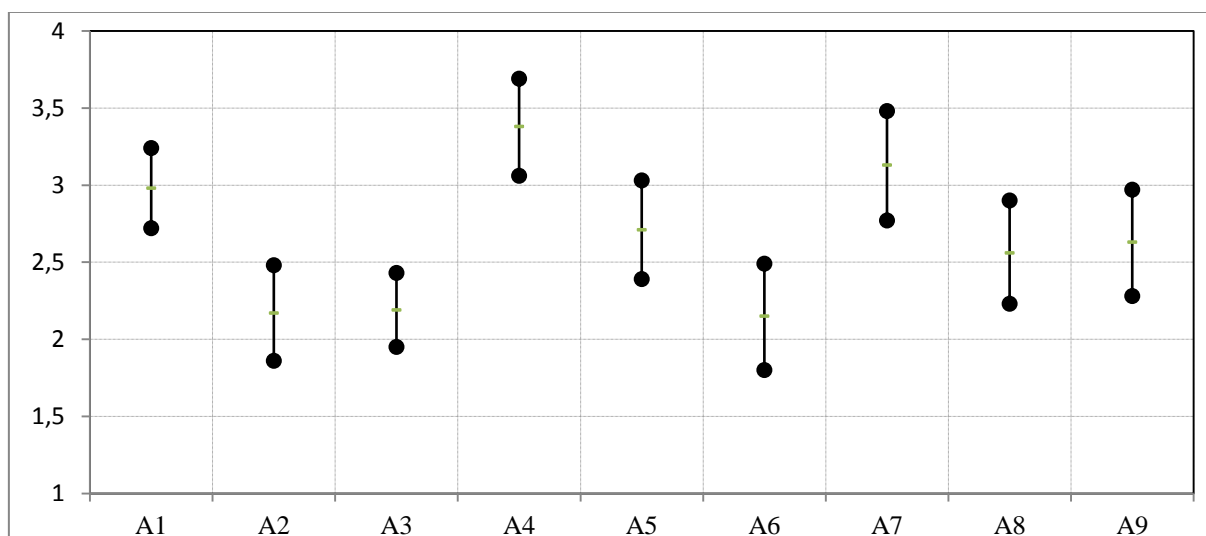
Ne vždy lze jednoznačně rozhodnout, zda se jedná o proměnnou ordinální nebo kardinální, byla proto provedena i analýza odpovědí jako kardinálních proměnných.

Kardinální proměnné jsou proměnné, jejichž hodnoty mají význam čísel, lze je seřadit do vzrůstající nebo klesající řady a mohou nabývat teoreticky jakékoli hodnoty z definičního intervalu proměnné. Při jejich analýze je nejprve provedena základní deskriptivní statistika s výpočtem základních parametrů polohy a rozptýlení (tabulka 5.44 a obrázek 5.16).

Tabulka 5.44: Důležitost vnějších determinant: analýza odpovědí jako kardinálních proměnných

<i>Vnější determinanty</i>	\bar{x}	$\bar{x} - t \frac{s}{\sqrt{n}}$	$\bar{x} + t \frac{s}{\sqrt{n}}$	<i>Medián</i>	<i>Směrodatná odchylka</i>
A1: celkový hospodářský vývoj země	2,98	2,72	3,24	3	0,934
A2: úroveň úrokových sazeb v ČR	2,17	1,86	2,48	2	1,098
A3: úroveň daňových sazeb v ČR	2,19	1,95	2,43	2	0,842
A4: situace na kapitálovém trhu v ČR	3,38	3,06	3,69	3	1,104
A5: vliv konkurenčních podniků	2,71	2,39	3,03	3	1,129
A6: vládní zásahy či podpora podnikání	2,15	1,80	2,49	2	1,220
A7: politický systém země	3,13	2,77	3,48	3	1,265
A8: odvětví podnikatelské činnosti	2,56	2,23	2,90	3	1,183
A9: legislativa a její vymahatelnost v praxi	2,63	2,28	2,97	2	1,231

Zdroj: vlastní zpracování



Obrázek 5.16: Důležitost vnějších determinant: grafické vyhodnocení odpovědí jako kardinálních proměnných

Zdroj: vlastní zpracování

Statisticky významný rozdíl ve střední hodnotě hodnocení jednotlivých proměnných lze identifikovat mezi determinanty A2: úrovní úrokových sazeb v ČR, A3: úrovní daňových sazeb v ČR a A6: vládními zásahy či podporou podnikání (spíše významný vliv) na straně jedné a A1: celkovým hospodářským vývojem země, A4: situací na kapitálovém trhu v ČR a A7: politickým systémem země (spíše nevýznamný vliv) na straně druhé (95% intervaly spolehlivosti středních hodnot se nepřekrývají). Rozdíl ve středních hodnotách hodnocení v ostatních případech nelze považovat za statisticky významný (95% intervaly spolehlivosti středních hodnot se překrývají).

5.5.4.3 Faktorová analýza hodnocení vlivu vnějších determinant

Faktorová analýza byla provedena ve 3 krocích (tabulka 5.45), v rámci nichž byly redukovány proměnné i determinanty. Atributy s hodnotou korelačního koeficientu menšího než $\pm 0,5$ byly vyřazeny. Cílem bylo redukovat proměnné i extrahované faktory na tzv. optimální úroveň, tj. na počet faktorů, které měly největší vliv na výslednou kapitálovou strukturu.

Tabulka 5.45: Důležitost vnějších determinant: faktorová analýza hodnocení vlivu vnějších determinant

		<i>1. krok</i>	<i>2. krok</i>	<i>3. krok</i>
Cronbachova alfa		0,826	0,820	0,749
95% konfidenční interval		(0,754;0,899)	(0,744;0,896)	(0,637;0,860)
Kaiser-Meyer-Olkinova míra		0,722	0,737	0,613
Bartlettův test sféricity	Chí-kvadrát	163,48	162,7	115,5
	Stupně volnosti	36	28	15
	Hladina významnosti	0,0	0,0	0,0
Počet proměnných vstupujících do faktorové analýzy		9	8	6
Počet faktorů		5	4	3
Počet proměnných ve faktorech		8	6	6
Kumulované procento variability		0,746	0,698	0,712

Zdroj: vlastní zpracování

Cronbachova alfa je splněna ve všech krocích tím, že přesahuje hodnotu 0,7. Konfidenční interval představuje interval, do kterého náhodná veličina spadá s předem zvolenou pravděpodobností $1-\alpha$. Podmínka dosažení Kaiser-Meyer-Olkinovy míry, tj. hodnoty vyšší než 0,6, platí ve všech krocích. Bartlettův test sféricity byl splněn ve všech krocích. V kroku 2 byla vypuštěna proměnná vládní zásahy či podpora podnikání, protože má statisticky významné zátěže ve faktoru, kde nejsou žádné jiné proměnné. V rámci kroku 3 byly vypuštěny proměnné odvětví podnikatelské činnosti, protože má statisticky významné zátěže ve faktoru, kde nejsou žádné jiné proměnné a legislativa a její vymahatelnost v praxi, protože nemá statisticky významné zátěže v žádném z faktorů. V rámci dalšího kroku by další redukce nebyla přínosem, žádné další proměnné nebyly vypuštěny a lze identifikovat tři faktory.

Tabulka 5.46: Důležitost vnějších determinant: výsledky faktorové analýzy – identifikace významných faktorů

	<i>F1</i>	<i>F2</i>	<i>F3</i>
A1: celkový hospodářský vývoj země	0,686	0,151	0,367
A2: úroveň úrokových sazeb v ČR	-0,004	-0,17	0,653
A3: úroveň daňových sazeb v ČR	0,427	0,094	0,762
A4: situace na kapitálovém trhu v ČR	0,284	0,545	0,275
A5: vliv konkurenčních podniků	0,196	0,970	-0,123
A7: politický systém země	0,867	0,490	-0,0051

Zdroj: vlastní zpracování

Faktorovou analýzou vnějších determinant kapitálové struktury byly získány tři faktory (tabulka 5.46). Každý z těchto faktorů je tvořen dvěma proměnnými (vyznačeny podbarvením).

Faktor 1 zahrnuje *celkový hospodářský vývoj země* a *politický systém země*, souhrnně byl nazván **hospodářský a politický vývoj země**.

Faktor 2 tvoří *situace na kapitálovém trhu v ČR* a *vliv konkurenčních podniků*, souhrnně nazvaný **tržní prostředí země**.

Faktor 3 je dán proměnnými *úroveň úrokových sazeb v ČR* a *úroveň daňových sazeb v ČR* se souhrnným názvem **úroveň daňových a úrokových sazeb**.

Tabulka 5.47: Důležitost vnějších determinant: výsledky faktorové analýzy – variabilita faktorů

	<i>F1</i>	<i>F2</i>	<i>F3</i>
Vlastní hodnota	1,524	1,51	1,236
Procento variability	0,254	0,252	0,206
Kumulované procento variability	0,254	0,506	0,712

Zdroj: vlastní zpracování

Dle tabulky 5.47 je kumulovaná variabilita 71,2 %, z níž faktor 1 „hospodářský a politický vývoj země“ tvoří 25,4 %, faktor 2 „tržní prostředí země“ 25,2 % a faktor 3 „úroveň daňových a úrokových sazeb“ 20,6 %. Je zřejmé, že faktory „hospodářský a politický vývoj země“ a „tržní prostředí země“ dotazované firmy vnímají jako nejdůležitější vnější determinanty kapitálové struktury jejich podniku. Lze sem zahrnout takové vlivy, jako jsou legislativní podmínky, vymahatelnost práva, administrativa, ale i vlivy jako celkový vývoj

národního hospodářství, fáze hospodářského cyklu, či preference vládnoucích politických stran. Poměrně značný vliv firmy přisuzují i „úrovni daňových a úrokových sazeb“, což je logické ve vztahu k získávání cizích zdrojů financování a využívání efektu daňového štítu.

5.5.4.4 Analýza ANOVA vlivu právní formy, velikosti podniku a oboru podnikání na důležitost vnějších determinant

Následující analýza rozptylu ANOVA hodnotí vliv právní formy, velikosti podniku a oboru podnikání na odpovědi týkající se důležitosti **vnějších** faktorů při výběru zdrojů financování investic. Pokud je HV (hodnota hladiny významnosti) $\leq 0,05$, lze zamítnout hypotézu, že vliv faktoru je nulový. Pokud tomu tak není, nelze nulový vliv faktoru zamítnout.

Tabulka 5.48 prezentuje výsledky analýzy ANOVA hodnotící **vliv právní formy podniku** na odpovědi týkající se důležitosti vnějších faktorů při výběru zdrojů financování investic.

Tabulka 5.48: Analýza ANOVA vlivu právní formy podniku na důležitost vnějších determinant

<i>Faktor</i>	<i>Právní forma podniku</i>	
	<i>F</i>	<i>HV</i>
A1: celkový hospodářský vývoj země	0,0197	0,889
A2: úroveň úrokových sazeb v ČR	0,6776	0,415
A3: úroveň daňových sazeb v ČR	1,3449	0,252
A4: situace na kapitálovém trhu v ČR	1,1426	0,291
A5: vliv konkurenčních podniků	0,0432	0,836
A6: vládní zásahy či podpora podnikání	0,1380	0,712
A7: politický systém země	0,3712	0,545
A8: odvětví podnikatelské činnosti	0,0169	0,897
A9: legislativa a její vymahatelnost v praxi	2,3366	0,133

Zdroj: vlastní zpracování

ANOVA neprokázala, že by vliv právní formy podnikání respondentů měl statisticky významný vliv na hodnocení vlivu vnějších faktorů (HV všech faktorů je větší než 0,05).

Tabulka 5.49 prezentuje výsledky analýzy ANOVA hodnotící **vliv velikosti podniku** na odpovědi týkající se důležitosti vnějších faktorů při výběru zdrojů financování investic.

Tabulka 5.49: Analýza ANOVA vlivu velikosti podniku na důležitost vnějších determinant

<i>Faktor</i>	<i>Velikost podniku</i>	
	<i>F</i>	<i>HV</i>
A1: celkový hospodářský vývoj země	0,5419	0,656
A2: úroveň úrokových sazeb v ČR	1,7902	0,163
A3: úroveň daňových sazeb v ČR	0,5180	0,672
A4: situace na kapitálovém trhu v ČR	2,2216	0,099
A5: vliv konkurenčních podniků	3,0498	0,038
A6: vládní zásahy či podpora podnikání	0,7167	0,547
A7: politický systém země	1,3274	0,278
A8: odvětví podnikatelské činnosti	0,5799	0,631
A9: legislativa a její vymahatelnost v praxi	2,0527	0,120

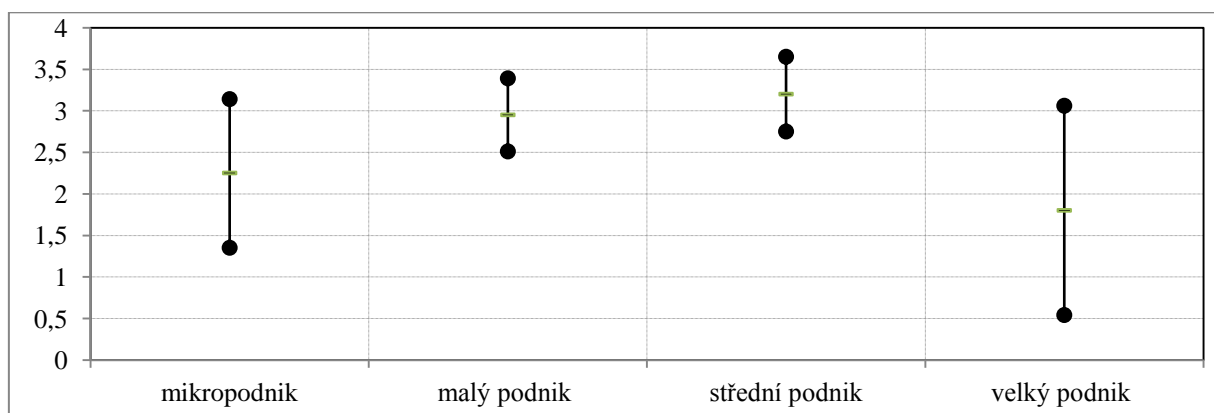
Zdroj: vlastní zpracování

ANOVA prokázala signifikantní vliv velikosti podniku na důležitost faktoru A5: vliv konkurenčních podniků ($HV = 0,038 \leq 0,05$), který je dále analyzován.

Tabulka 5.50: Vliv velikosti podniku na důležitost faktoru A5: vliv konkurenčních podniků

<i>Velikost podniku</i>	<i>Počet dat</i>	\bar{x}	$\bar{x} - t \frac{s}{\sqrt{n}}$	$\bar{x} + t \frac{s}{\sqrt{n}}$	<i>Medián</i>	<i>Směrodatná odchylka</i>
mikropodnik	12	2,25	1,35	3,14	2	1,422
malý podnik	21	2,95	2,51	3,39	3	0,973
střední podnik	10	3,2	2,75	3,65	3	0,632
velký podnik	5	1,8	0,54	3,06	1	1,095

Zdroj: vlastní zpracování



Obrázek 5.17: Vliv velikosti podniku na důležitost faktoru A5: vliv konkurenčních podniků

Zdroj: vlastní zpracování

Analýza středních hodnot důležitosti faktoru podle velikosti podniku (tabulka 5.50 a obrázek 5.17) neprokázala závěry ANOVY. Tabulka a graf naznačují, že odpovědi mikropodniků (0 až 9 pracovníků) a velkých podniků (250 pracovníků a více) mají velký rozptyl. Vzhledem k nízkému počtu dat a ne zcela optimálně splněným předpokladům je vhodné konzervativně konstatovat, že ani třídící parametr velikost podniku nemá staticky významný vliv na důležitost vnějších faktorů při volbě zdrojů investic.

Následující analýza rozptylu ANOVA (tabulka 5.51) hodnotí **vliv oboru podnikání** na odpovědi, týkající se důležitosti **vnějších** faktorů při výběru zdrojů financování investic. Pokud je HV (hodnota hladiny významnosti) $\leq 0,05$, lze zamítnout hypotézu, že vliv faktoru je nulový. Pokud tomu tak není, nelze nulový vliv faktoru zamítnout.

Tabulka 5.51: Analýza ANOVA vlivu oboru podnikání na důležitost vnějších determinant

<i>Faktor</i>	<i>Obor podnikání</i>	
	<i>F</i>	<i>HV</i>
A1: celkový hospodářský vývoj země	1,319	0,280
A2: úroveň úrokových sazeb v ČR	0,561	0,644
A3: úroveň daňových sazeb v ČR	1,619	0,199
A4: situace na kapitálovém trhu v ČR	0,281	0,839
A5: vliv konkurenčních podniků	1,825	0,157
A6: vládní zásahy či podpora podnikání	0,406	0,749
A7: politický systém země	0,540	0,658
A8: odvětví podnikatelské činnosti	1,208	0,318
A9: legislativa a její vymahatelnost v praxi	1,828	0,327

Zdroj: vlastní zpracování

ANOVA neprokázala, že by vliv oboru podnikání měl statisticky významný vliv na hodnocení vlivu vnějších faktorů.

5.5.5 Vnitřní determinanty kapitálové struktury z pohledu podniků

V rámci dotazování měli respondenti na výběr z 11 vnitřních determinant kapitálové struktury jejich podniku:

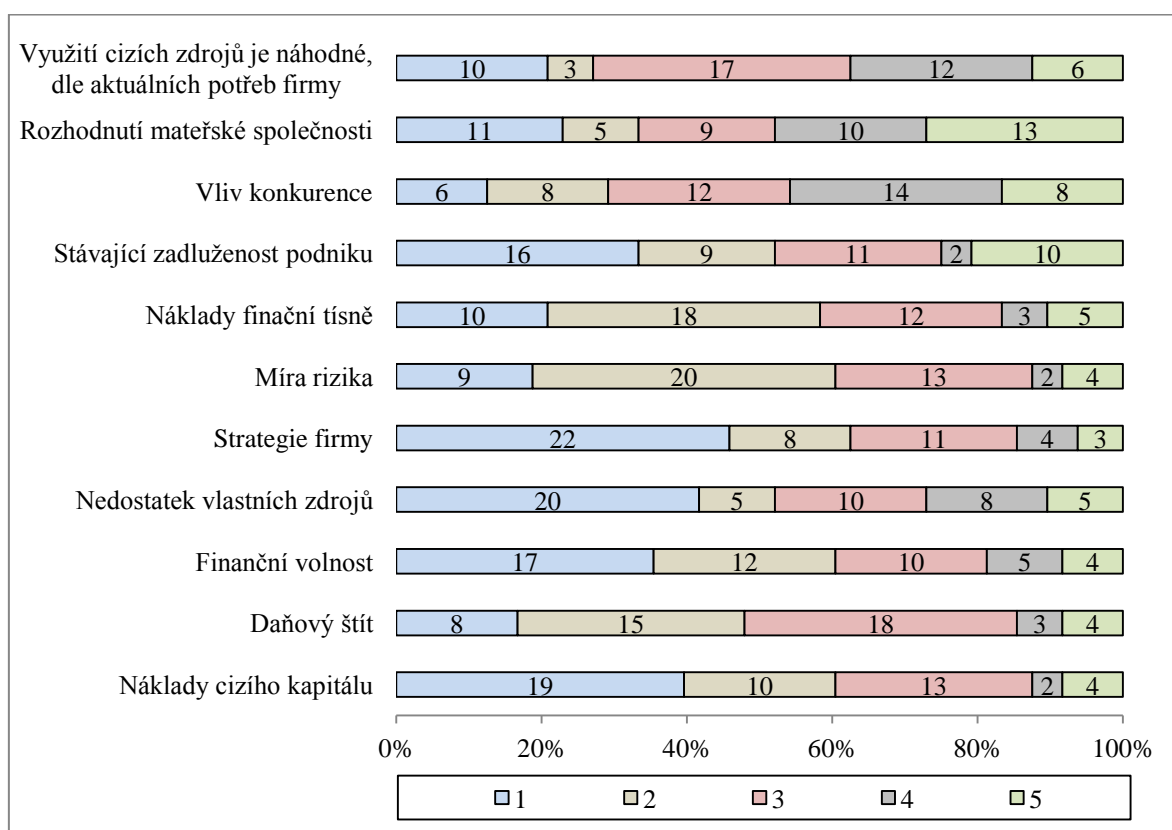
- náklady cizího kapitálu,
- daňový štít,
- finanční volnost,

- nedostatek vlastních zdrojů,
- strategie firmy,
- míra rizika,
- náklady finanční tísně,
- stávající zadluženost podniku,
- vliv konkurence,
- rozhodnutí mateřské společnosti,
- využití cizích zdrojů je náhodné, dle aktuálních potřeb firmy.

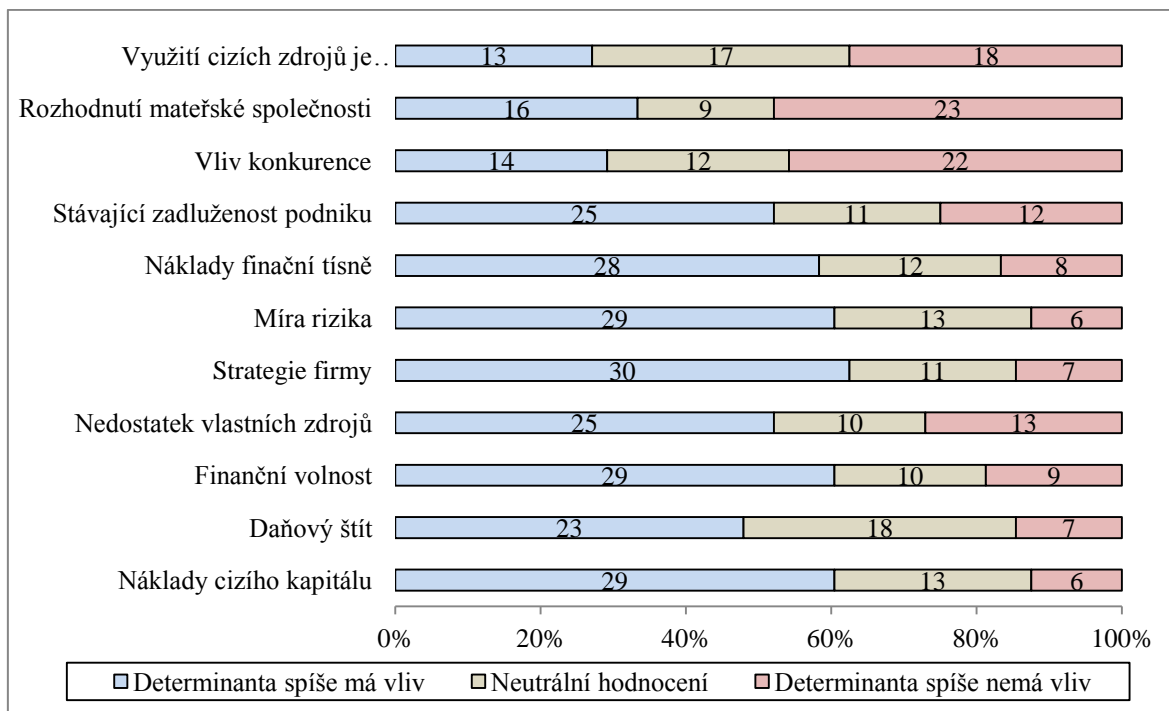
K hodnocení měli respondenti k dispozici škálu od 1 do 5 (pozn.: 1 = nejdůležitější faktor, 5 = faktor nemá vliv).

5.5.5.1 Analýza odpovědí jako ordinálních proměnných

Vzhledem k nízkému počtu dat a roztržitosti odpovědí je pro vyhodnocení odpovědí jako ordinálních proměnných provedena stejná agregace hodnocení jako u vnějších determinant.



Obrázek 5.18: Struktura odpovědí na otázku: „Ohodnot'te důležitost uvedených vnitřních faktorů při rozhodování o výši cizích zdrojů“ před agregací odpovědí
Zdroj: vlastní zpracování



Obrázek 5.19: Struktura odpovědí na otázku: „Ohodnot’te důležitost uvedených vnitřních faktorů při rozhodování o výši cizích zdrojů“ po agregaci odpovědí

Zdroj: vlastní zpracování

Na základě vyhodnocení agregovaných odpovědí (obrázek 5.19) lze konstatovat, že vliv vnitřních determinant je respondenty vnímán jako více významný. Lze tak usuzovat z toho, že sedm determinant vykazuje statisticky významně nejčteněji zastoupené hodnocení „determinanta má spíše vliv“. Jedná se o stávající zadluženost podniku, náklady finanční tísně, míru rizika, strategii firmy, nedostatek vlastních zdrojů, finanční volnost a náklady cizího kapitálu ($p\text{-hodnota}_{\max} \leq 0,0196$).

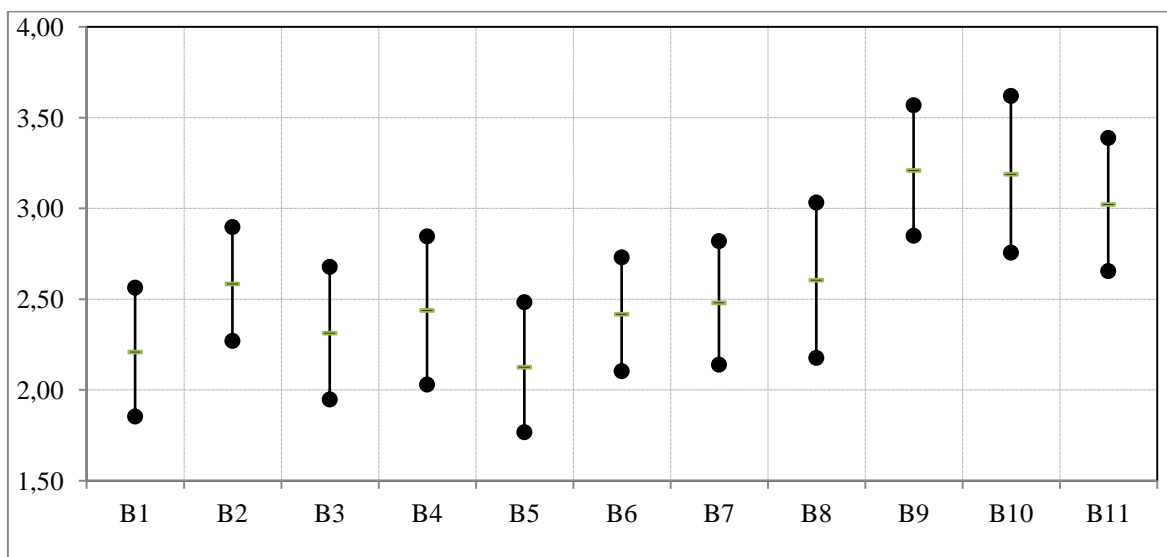
5.5.5.2 Analýza odpovědí jako kardinálních proměnných

Tabulka 5.52 a obrázek 5.20 shrnují vyhodnocení odpovědí na jednotlivé otázky jako kardinálních proměnných.

Tabulka 5.52: Důležitost vnitřních determinant: analýza odpovědí jako kardinálních proměnných

<i>Vnitřní determinanty</i>	\bar{x}	$\bar{x} - t \frac{s}{\sqrt{n}}$	$\bar{x} + t \frac{s}{\sqrt{n}}$	<i>Medián</i>	<i>Směrodatná odchylka</i>
B1: náklady cizího kapitálu	2,21	1,85	2,56	2	1,254
B2: daňový štít	2,58	2,27	2,90	3	1,108
B3: finanční volnost	2,31	1,95	2,68	2	1,291
B4: nedostatek vlastních zdrojů	2,44	2,03	2,85	2	1,443
B5: strategie firmy	2,13	1,77	2,48	2	1,265
B6: míra rizika	2,42	2,10	2,73	2	1,108
B7: náklady finanční tísně	2,48	2,14	2,82	2	1,203
B8: stávající zadluženost podniku	2,60	2,18	3,03	2	1,512
B9: vliv konkurence	3,21	2,85	3,57	3	1,271
B10: rozhodnutí mateřské společnosti	3,19	2,76	3,62	3	1,525
B11: využití cizích zdrojů je náhodné, dle aktuálních potřeb firmy	3,02	2,65	3,39	3	1,296

Zdroj: vlastní zpracování



Obrázek 5.20: Důležitost vnitřních determinant: grafické vyhodnocení odpovědí jako kardinálních proměnných

Zdroj: vlastní zpracování

Analýza prokázala statisticky významný rozdíl ve středních hodnotách hodnocení determinant B9: vliv konkurence a B10: rozhodnutí mateřské společnosti (spíše malý vliv) a faktorů B1: náklady cizího kapitálu, B3: finanční volnost, B5: strategie firmy a B6: míra rizika (spíše velký vliv). Dále pak ve středních hodnotách odpovědi B11: využití cizích

zdrojů je náhodné, dle aktuálních potřeb firmy (spíše malý vliv) a determinant B1: náklady cizího kapitálu a B5: strategie firmy (spíše velký vliv).

Rozdíl ve středních hodnotách hodnocení v ostatních případech nelze považovat za statisticky významný (95% intervaly spolehlivosti středních hodnot se překrývají).

5.5.5.3 Faktorová analýza hodnocení vlivu vnitřních determinant

Faktorová analýza vnitřních determinant kapitálové struktury byla provedena ve 2 krocích (tabulka 5.53), s cílem redukovat proměnné i extrahované faktory na optimální úroveň. Po kroku 2 následovala ještě redukce faktorů ze 4 na 3, protože faktor F4 vysvětluje pouze 9 % rozptylu.

Tabulka 5.53: Důležitost vnějších determinant: faktorová analýza hodnocení vlivu vnějších determinant

		<i>1. krok</i>	<i>2. krok</i>	<i>2a. krok</i>
Cronbachova alfa		0,782	0,802	0,802
95% konfidenční interval		(0,694;0,870)	(0,716;0,889)	(0,716;0,889)
Kaiser-Meyer-Olkinova míra		0,679	0,683	0,683
Bartlettův test sféricity	Chí-kvadrát	256,4	192,4	192,4
	Stupně volnosti	60	36	36
	Hladina významnosti	0,0	0,0	0,0
Počet proměnných vstupujících do faktorové analýzy		11	9	9
Počet faktorů		5	4	3
Počet proměnných ve faktorech		9	9	9
Kumulované procento variability		0,747	0,699	0,651

Zdroj: vlastní zpracování

Cronbachova alfa je opět splněna ve všech krocích (přesahuje hodnotu 0,7). Konfidenční interval představuje interval, do kterého náhodná veličina spadá s předem zvolenou pravděpodobností $1-\alpha$. Podmínka dosažení Kaiser-Meyer-Olkinovy míry, tj. hodnoty vyšší než 0,6, platí ve všech krocích. Bartlettův test sféricity byl splněn ve všech krocích. V kroku 2 byla vypuštěna proměnná „využití cizích zdrojů je náhodné, dle aktuálních potřeb firmy“ a „finanční volnost“, protože mají statisticky významné zátěže ve faktorech, kde nejsou žádné jiné proměnné. V rámci kroku 2a byla provedena redukce počtu faktorů na F1, F2 a F3. Faktor F4 vysvětluje pouze 9 % rozptylu (počet proměnných zůstal zachován, proto i předpoklady jako KMA či Cronbachova alfa), přičemž další redukce by již nebyla

přínosem. V rámci analýzy vnitřních determinant lze opět identifikovat tři nejvýraznější faktory.

Tabulka 5.54: Důležitost vnitřních determinant: výsledky faktorové analýzy – identifikace významných faktorů

	<i>F1</i>	<i>F2</i>	<i>F3</i>
B1: náklady cizího kapitálu	0,212	0,950	0,096
B2: daňový štít	0,049	0,758	0,232
B4: nedostatek vlastních zdrojů	0,096	0,144	0,584
B5: strategie firmy	0,769	0,315	0,129
B6: míra rizika	0,696	0,424	0,256
B7: náklady finanční tísně	0,414	0,202	0,588
B8: stávající zadluženost podniku	-0,036	0,085	0,993
B9: vliv konkurence	0,771	-0,060	-0,023
B10: rozhodnutí mateřské společnosti	0,547	0,042	0,087

Zdroj: vlastní zpracování

Faktorovou analýzou vnitřních determinant kapitálové struktury byly získány tři nejvýraznější faktory (tabulka 5.54). Jednotlivé faktory jsou tvořeny rozdílným počtem proměnných.

Faktor 1 zahrnuje determinanty *strategie firmy, míru rizika, vliv konkurence a rozhodnutí mateřské společnosti*, souhrnně byl nazván **filozofie firmy**.

Faktor 2 tvoří *náklady cizího kapitálu a daňový štít*, souhrnně nazván **cena kapitálu**.

Faktor 3 je dán proměnnými *nedostatek vlastních zdrojů, náklady finanční tísně a stávající zadluženost podniku* se souhrnným názvem **finanční zdraví a zadluženost podniku**.

Tabulka 5.55: Důležitost vnitřních determinant: výsledky faktorové analýzy – variabilita faktorů

	<i>F1</i>	<i>F2</i>	<i>F3</i>
Vlastní hodnota	2,200	1,831	1,826
Procento variability	0,244	0,203	0,203
Kumulované procento variability	0,244	0,448	0,651

Zdroj: vlastní zpracování

Jak ukazuje tabulka 5.55, kumulovaná variabilita je 65,1 %, z níž faktor 1 „filozofie firmy“ tvoří 24,4 %, faktor 2 „cena kapitálu“ 20,3 % a faktor 3 „finanční zdraví a zadluženost

podniku“ 20,3 %. První faktor nazvaný jako „filozofie firmy“ má v rámci kumulované variability největší podíl. Všechny vnitřní determinanty zahrnuté do tohoto faktoru mají úzký vztah k rozhodování podniku a k postoji k riziku, ke způsobu řízení podniku („rozhodnutí mateřské společnosti“) a zároveň i k vnímání kapitálové struktury konkurenčních firem. Druhý faktor „cena kapitálu“ je úzce spjat s vnějším prostředím, protože opět zdůrazňuje závislost firem v jejich rozhodování na nákladech kapitálu (daných z vnějšku) a na postoji k zadlužování s ohledem na finanční výhody daňového štítu. Třetí faktor „finanční zdraví a zadluženost“ podniku jasně naznačuje, že firmy sledují poměr vlastních a cizích zdrojů kapitálu, a na základě těchto dat pak přistupují k dalšímu zadlužování firmy. Tento faktor naznačuje nutnost využití cizích zdrojů spíše z důvodu nedostatku zdrojů vlastních, na rozdíl od druhého faktoru, jenž naznačuje využívání cizích zdrojů spíše z důvodů ekonomické výhodnosti pro podnik.

5.5.5.4 Analýza ANOVA vlivu právní formy, velikosti podniku a oboru podnikání na důležitost vnitřních determinant

Následující analýza rozptylu ANOVA hodnotí vliv právní formy, velikosti podniku a oboru podnikání na odpovědi týkající se důležitosti **vnitřních** faktorů při výběru zdrojů financování investic. Pokud je $HV \leq 0,05$, lze zamítnout hypotézu, že vliv faktoru je nulový. Pokud tomu tak není, nelze nulový vliv faktoru zamítnout.

Tabulka 5.56 prezentuje výsledky analýzy ANOVA hodnotící **vliv právní formy podniku** na odpovědi týkající se důležitosti vnitřních faktorů při výběru zdrojů financování investic.

Tabulka 5.56: Analýza ANOVA vlivu právní formy podniku na důležitost vnitřních determinant

<i>Faktor</i>	<i>Právní forma podniku</i>	
	<i>F</i>	<i>HV</i>
B1: náklady cizího kapitálu	2,1247	0,152
B2: daňový štít	3,8987	0,055
B3: finanční volnost	0,0041	0,949
B4: nedostatek vlastních zdrojů	1,3203	0,256
B5: strategie firmy	1,5058	0,226
B6: míra rizika	5,1486	0,024
B7: náklady finanční tísně	0,4393	0,511
B8: stávající zadluženost podniku	2,4541	0,124
B9: vliv konkurence	0,0255	0,874
B10: rozhodnutí mateřské společnosti	0,0254	0,874
B11: využití cizích zdrojů je náhodné, dle aktuálních potřeb firmy	1,2951	0,261

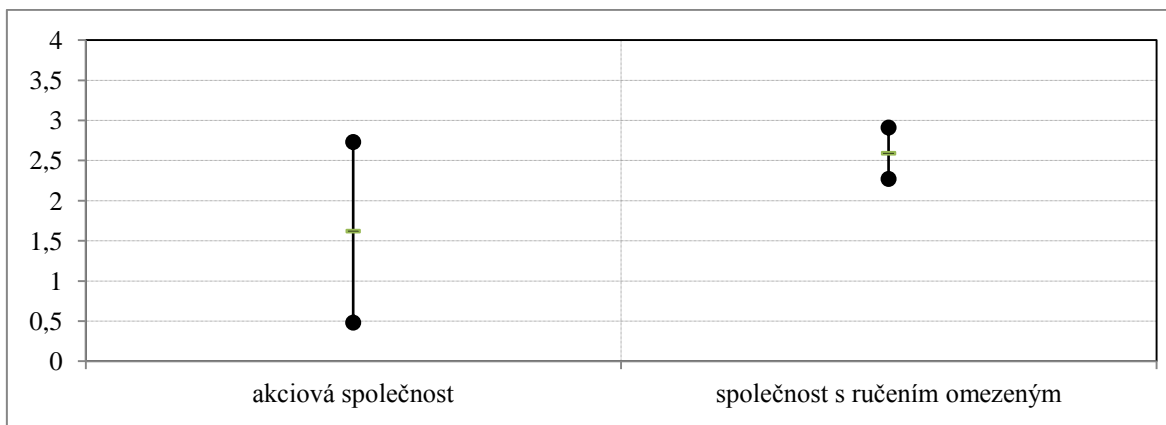
Zdroj: vlastní zpracování

Analýza neprokázala, že by **právní forma podniku** měla statisticky významný vliv na střední úroveň hodnocení některého z vnitřních faktorů při rozhodování o výši cizích zdrojů při financování investic s výjimkou faktoru B6: míra rizika. Jeho analýza následuje v tabulce 5.57 a na obrázku 5.21.

Tabulka 5.57: Vliv právní formy podniku na důležitost faktoru B6: míra rizika

<i>Právní forma podniku</i>	<i>Počet dat</i>	\bar{x}	$\bar{x} - t \frac{s}{\sqrt{n}}$	$\bar{x} + t \frac{s}{\sqrt{n}}$	<i>Medián</i>	<i>Směrodatná odchylka</i>
akciová společnost	8	1,62	0,48	2,73	1	1,408
společnost s ručením omezeným	39	2,59	2,27	2,91	2	0,992

Zdroj: vlastní zpracování



Obrázek 5.21: Vliv právní formy podniku na důležitost faktoru B6: míra rizika

Zdroj: vlastní zpracování

Analýza středních hodnot důležitosti faktoru B6: míra rizika podle právní formy podniku neprokázala závěr ANOVY. Je to způsobeno vysokým rozdílem v rozptylech, díky nimž se konfidenční intervaly středních hodnot překrývají. Závěr je statisticky nejistý.

Tabulka 5.58 prezentuje výsledky analýzy ANOVA hodnotící **vliv velikosti podniku** na odpovědi týkající se důležitosti vnitřních faktorů při výběru zdrojů financování investic.

Tabulka 5.58: Analýza ANOVA vlivu velikosti podniku na důležitost vnitřních determinant

<i>Faktor</i>	<i>Velikost podniku</i>	
	<i>F</i>	<i>HV</i>
B1: náklady cizího kapitálu	1,1422	0,343
B2: daňový štít	0,8042	0,498
B3: finanční volnost	0,8888	0,454
B4: nedostatek vlastních zdrojů	1,7652	0,168
B5: strategie firmy	2,9377	0,044
B6: míra rizika	4,3895	0,009
B7: náklady finanční tísně	1,5232	0,222
B8: stávající zadluženost podniku	4,0354	0,013
B9: vliv konkurence	1,4308	0,247
B10: rozhodnutí mateřské společnosti	0,0843	0,968
B11: využití cizích zdrojů je náhodné, dle aktuálních potřeb firmy	4,8806	0,005

Zdroj: vlastní zpracování

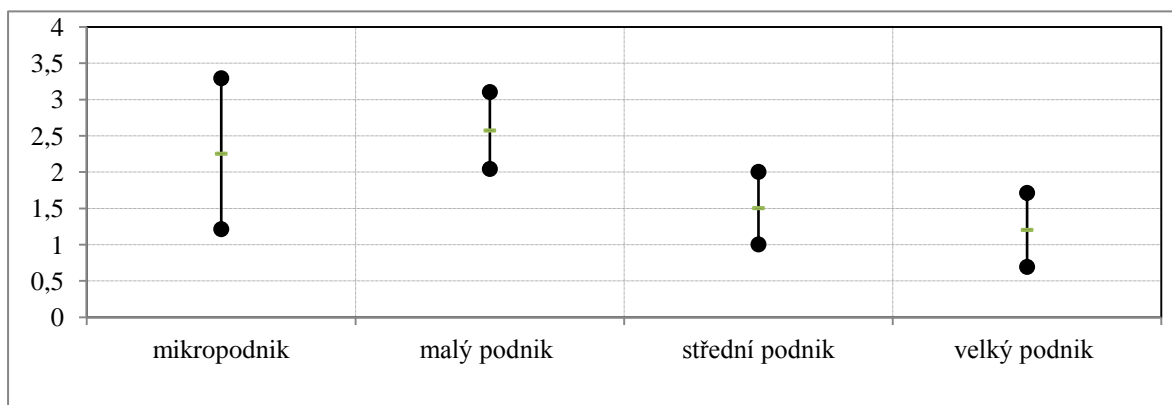
U **velikosti podniku** (tabulka 5.58) ANOVA prokázala vliv tohoto parametru na čtyři faktory: B5: strategii firmy, B6: míru rizika, B8: stávající zadluženost podniku a B11: využití cizích zdrojů je náhodné, dle aktuálních potřeb firmy. Jejich podrobnější analýza následuje.

Tabulka 5.59 a graf 5.22 zachycují analýzu vlivu velikosti podniku na důležitost faktoru B5: strategie firmy.

Tabulka 5.59: Vliv velikosti podniku na důležitost faktoru B5: strategie firmy

<i>Velikost podniku</i>	<i>Počet dat</i>	\bar{x}	$\bar{x} - t \frac{s}{\sqrt{n}}$	$\bar{x} + t \frac{s}{\sqrt{n}}$	<i>Medián</i>	<i>Směrodatná odchylka</i>
mikropodnik	12	2,25	1,21	3,29	1	1,658
malý podnik	21	2,57	2,04	3,10	3	1,165
střední podnik	10	1,50	1,00	2,00	1	0,707
velký podnik	5	1,2	0,69	1,71	1	0,447

Zdroj: vlastní zpracování



Obrázek 5.22: Vliv velikosti podniku na důležitost faktoru B5: strategie firmy

Zdroj: vlastní zpracování

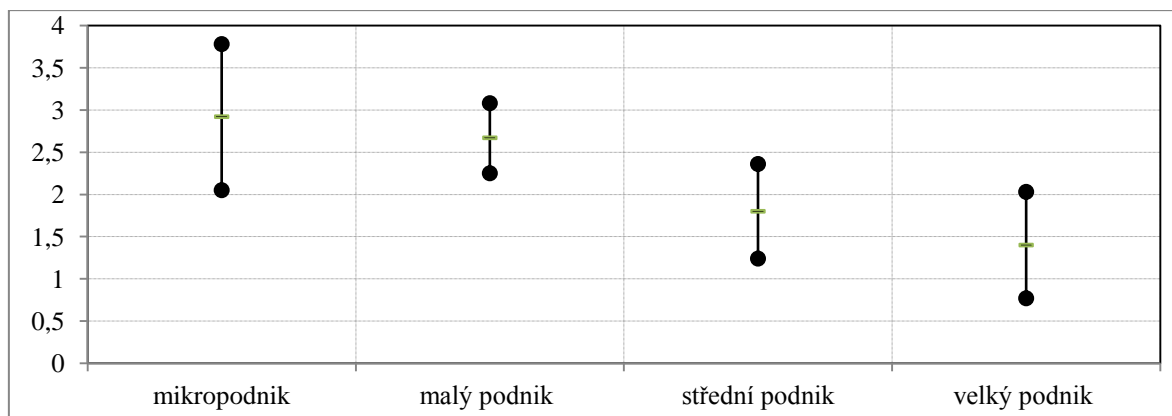
Analýza středních hodnot důležitosti faktoru B5: strategie firmy podle velikosti podniku jednoznačně neprokázala závěry ANOVY, když lze nalézt odlišnosti v odpovědích malých (10 až 49 pracovníků) a velkých podniků (nad 250 pracovníků). **Na rozhodování malých podniků ohledně použití zdrojů financování má strategie firmy menší vliv než na podniky velké.**

Tabulka 5.60 a graf 5.23 zachycují analýzu vlivu velikosti podniku na důležitost faktoru B6: míra rizika.

Tabulka 5.60: Vliv velikosti podniku na důležitost faktoru B6: míra rizika

<i>Velikost podniku</i>	<i>Počet dat</i>	\bar{x}	$\bar{x} - t \frac{s}{\sqrt{n}}$	$\bar{x} + t \frac{s}{\sqrt{n}}$	<i>Medián</i>	<i>Směrodatná odchylka</i>
mikropodnik	12	2,92	2,05	3,78	3	1,379
malý podnik	21	2,67	2,25	3,08	2	0,913
střední podnik	10	1,80	1,24	2,36	2	0,789
velký podnik	5	1,40	0,77	2,03	1	0,548

Zdroj: vlastní zpracování



Obrázek 5.23: Vliv velikosti podniku na důležitost faktoru B6: míra rizika

Zdroj: vlastní zpracování

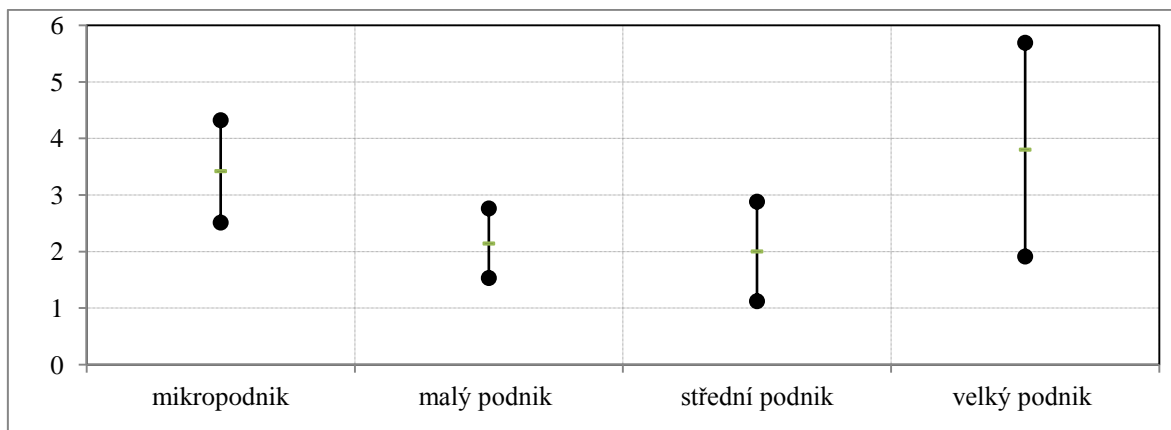
Vliv velikosti podniku na tento faktor je poměrně silný. I pomocí ANOVY byla určena $HV \leq 0,009$, což lze považovat při tomto počtu dat za silný trend. **Lze konstatovat, že s rostoucí velikostí podniku roste i důležitost faktoru míra rizika pro respondenty.**

Tabulka 5.61 a graf 5.24 zachycují analýzu vlivu velikosti podniku na důležitost faktoru B8: stávající zadluženost podniku.

Tabulka 5.61: Vliv velikosti podniku na důležitost faktoru B8: stávající zadluženost podniku

<i>Velikost podniku</i>	<i>Počet dat</i>	\bar{x}	$\bar{x} - t \frac{s}{\sqrt{n}}$	$\bar{x} + t \frac{s}{\sqrt{n}}$	<i>Medián</i>	<i>Směrodatná odchylka</i>
mikropodnik	12	3,42	2,51	4,32	3,5	1,443
malý podnik	21	2,14	1,53	2,76	1	1,352
střední podnik	10	2,00	1,12	2,88	2	1,247
velký podnik	5	3,80	1,91	5,69	5	1,643

Zdroj: vlastní zpracování



Obrázek 5.24: Vliv velikosti podniku na důležitost faktoru B8: stávající zadluženost podniku

Zdroj: vlastní zpracování

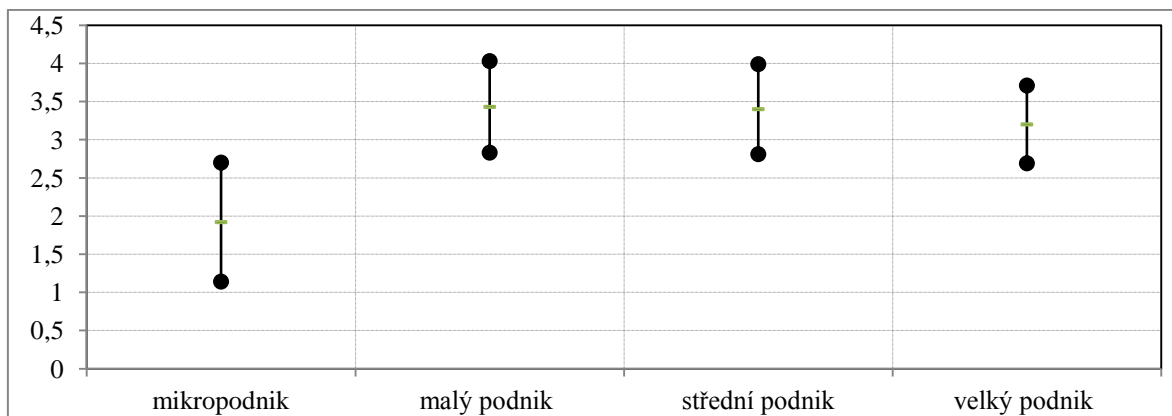
Vliv velikosti podniku na hodnocení faktoru B8: stávající zadluženost podniku, tak jak jej určila ANOVA, lze spíše přičíst na vrub vysokému kolísání hodnocení tohoto faktoru uvnitř jednotlivých velikostních skupin, než rozdílu ve středních hodnotách. Separátní testy rozdílů extrémů středních hodnot Wilcoxonovým testem určily p-hodnotu závěru 0,053, což vede při konzervativním přístupu k tomu, že nelze zamítnout nulovou hypotézu ($\mu_1 = \mu_1$), že velikost podniku na hodnocení faktoru stávající zadluženost podniku nemá žádný vliv.

Tabulka 5.62 a graf 5.25 zachycují analýzu vlivu velikosti podniku na důležitost faktoru B11: využití cizích zdrojů je náhodné, dle aktuálních potřeb firmy.

Tabulka 5.62: Vliv velikosti podniku na důležitost faktoru B11: využití cizích zdrojů je náhodné, dle aktuálních potřeb firmy

<i>Velikost podniku</i>	<i>Počet dat</i>	\bar{x}	$\bar{x} - t \frac{s}{\sqrt{n}}$	$\bar{x} + t \frac{s}{\sqrt{n}}$	<i>Medián</i>	<i>Směrodatná odchylka</i>
mikropodnik	12	1,92	1,14	2,70	1	1,240
malý podnik	21	3,43	2,83	4,03	4	1,326
střední podnik	10	3,4	2,81	3,99	3	0,843
velký podnik	5	3,20	2,69	3,71	3	0,447

Zdroj: vlastní zpracování



Obrázek 5.25: Vliv velikosti podniku na důležitost faktoru B11: využití cizích zdrojů je náhodné, dle aktuálních potřeb firmy

Zdroj: vlastní zpracování

Vliv faktoru B11: využití cizích zdrojů je náhodné, dle aktuálních potřeb firmy určený ANOVOU byl následnou analýzou prokázán. U mikropodniků s 0 až 9 zaměstnanci je tento faktor vnímán statisticky významně více jako více důležitý. **Lze konstatovat, že převážně mikropodniky využívají cizí zdroje náhodně, dle aktuálních potřeb firmy.** U ostatních velikostí je rozdíl v hodnocení statisticky nevýznamný.

Následující analýza rozptylu ANOVA (tabulka 5.63) hodnotí **vliv oboru podnikání**, týkající se důležitosti **vnitřních** faktorů při výběru zdrojů financování investic. Pokud je HV (hodnota hladiny významnosti) $\leq 0,05$, lze zamítnout hypotézu, že vliv faktoru je nulový. Pokud tomu tak není, nelze nulový vliv faktoru zamítnout.

Tabulka 5.63: Analýza ANOVA vlivu obor podnikání na důležitost vnitřních determinant

<i>Faktor</i>	<i>Obor podnikání</i>	
	<i>F</i>	<i>HV</i>
B1: náklady cizího kapitálu	1,666	0,188
B2: daňový štít	3,807	0,016
B3: finanční volnost	0,365	0,779
B4: nedostatek vlastních zdrojů	0,754	0,526
B5: strategie firmy	0,520	0,670
B6: míra rizika	1,212	0,671
B7: náklady finanční tísně	0,412	0,745
B8: stávající zadluženost podniku	0,052	0,984
B9: vliv konkurence	2,250	0,096
B10: rozhodnutí mateřské společnosti	0,864	0,467
B11: využití cizích zdrojů je náhodné, dle aktuálních potřeb firmy	2,161	0,106

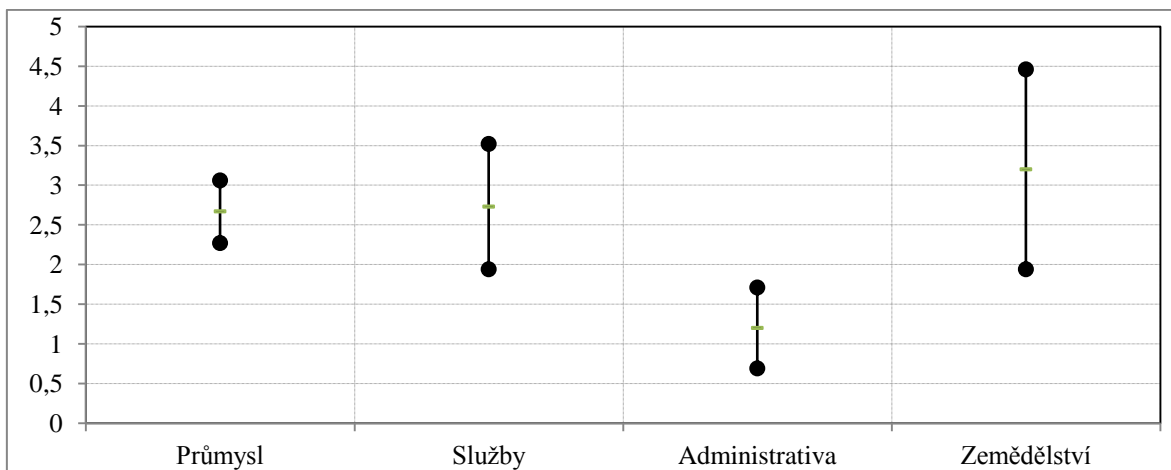
Zdroj: vlastní zpracování

Lze konstatovat, že jako statisticky významný se jeví vliv oboru podnikání respondenta u faktoru „B2: daňový štít“. Jeho analýza následuje v tabulce 5.64 a na obrázku 5.26.

Tabulka 5.64: Vliv oboru podnikání podniku na důležitost faktoru B2: daňový štít

<i>Velikost podniku</i>	<i>Počet dat</i>	\bar{x}	$\bar{x} - t \frac{s}{\sqrt{n}}$	$\bar{x} + t \frac{s}{\sqrt{n}}$	<i>Medián</i>	<i>Směrodatná odchylka</i>
Průmysl	27	2,67	2,27	3,06	3	1,000
Služby	11	2,73	1,94	3,52	2	1,191
Administrativa	5	1,20	0,69	1,71	1	0,447
Zemědělství	5	3,20	1,94	4,46	3	1,095

Zdroj: vlastní zpracování



Obrázek 5.26: Vliv oboru podnikání podniku na důležitost faktoru B2: daňový štít

Zdroj: vlastní zpracování

Lze konstatovat, že byl identifikován statisticky významný rozdíl v hodnocení faktoru B2: daňový štít mezi podniky, podnikajícími v administrativě a všemi ostatními. **Podniky zahrnuté do kategorie administrativa** (konkrétně se jedná o odvětví J - Informační a komunikační činnosti, N - Administrativní a podpůrné činnosti a M - Profesní, vědecké a technické činnosti) **přikládají ve svém finančním rozhodování faktoru daňový štít podstatně vyšší význam než podniky z ostatních kategorií odvětví.** V zastoupení ostatních pak rozdíl není identifikován jako statisticky významný.

5.5.6 Shrnutí dotazníkového šetření

Cílem dotazníkového šetření bylo poodhalit pozadí procesů a vlivů, jež mají v podnicích nejdůležitější vliv na výsledný poměr vlastních a cizích zdrojů. Provedené šetření bylo zaměřené na otázky týkající se kapitálové struktury podniku - zda je kapitálová struktura firem výsledkem jejich vlastních finančních rozhodnutí, nebo spíše důsledkem působení různých vnějších či vnitřních faktorů.

Ze zpracovaných analýz vyplývá, že hlavním komunikujícím segmentem v provedeném dotazníkovém šetření byly malé a střední podniky s právní formou podnikání společnost s ručením omezeným působící ve výrobních a zpracovatelských činnostech. Na základě této okolnosti je nutno konstatovat, že výstupy provedeného šetření nelze generalizovat na všechny firmy v České republice.

Analýza výsledků došlých odpovědí ukazuje, že většina firem (68,8 %) sleduje poměr vlastních a cizích zdrojů kapitálu. Z firem, které sledují poměr vlastních a cizích zdrojů, jich většina (43,8 %) udává větší podíl vlastních zdrojů využívaných pro financování jejich podnikatelské činnosti, přičemž tento podíl dosahuje 81 až 100 %. Dalších 34,4 % respondentů odhaduje přibližně vyrovnaný poměr vlastních a cizích zdrojů (podíl vlastních zdrojů 41 až 60 %). Většina respondentů (54,2 %) předpokládá, že podíl vlastních a cizích zdrojů zůstane i v nejbližší době konstantní a nebude se měnit.

Z výsledků analýzy odpovědí týkající se metod a frekvence využití metod vyhodnocování investičních projektů vyplývá, že nejčastěji používanou metodou je metoda doby návratnosti projektu, kterou používá 66,7 % respondentů, následuje návratnost investice, jejíž použití udává 50,5 % respondentů, a poté metoda čisté současné hodnoty (používá 33,3 % respondentů). Oproti tomu nejméně často využívanými metodami vyhodnocování investičních projektů jsou index ziskovosti (použití udává 16,7 % respondentů), vnitřní výnosové procento (18,8 % respondentů) a ekonomická přidaná hodnota (27,1 % respondentů).

Výsledky dotazování potvrdily velice nízký zájem podniků o financování pomocí nástrojů kapitálového trhu. Pouze jeden respondent (2,1 %) uvedl, že společnost využívá k získání kapitálu emisi obligací. Zbylých 47 respondentů (97,9 %) uvedlo, že žádné z nástrojů kapitálového trhu k získání kapitálu nevyužívá. Mezi důvody, které respondenti uvedli, patří vysoké náklady spojené s emisí a nízká likvidita českého kapitálového trhu.

Z devíti předložených vnějších determinant kapitálové struktury, rozhodujících při volbě zdrojů financování běžných i mimořádných investic v podniku, dotázané firmy jako nejdůležitější vnější determinanty uvedly:

1. vládní zásahy či podporu podnikání (průměrné hodnocení bylo 2,15, přičemž 1 = nejdůležitější faktor, 5 = faktor nemá vliv),
2. úroveň úrokových sazeb v ČR (průměrné hodnocení 2,17),
3. úroveň daňových sazeb v ČR (průměrné hodnocení 2,19),
4. odvětví podnikatelské činnosti (průměrné hodnocení 2,56),
5. legislativu a její vymahatelnost v praxi (průměrné hodnocení 2,63).

Jako nejméně důležitý faktor pro rozhodování podniků o zdrojích financování se ukázala situace na kapitálovém trhu (průměrné hodnocení 3,38).

Pomocí faktorové analýzy byly následně vyvozeny tři tzv. faktory, souhrnné veličiny, vytvořené pomocí redukce a sumarizace „proměnných“ – determinant – jednotlivých vlivů. První vnější faktor „hospodářský a politický vývoj země“ zahrnuje celkový hospodářský vývoj země a politický systém země. Druhý vnější faktor „tržní prostředí země“ je tvořen situací na kapitálovém trhu v ČR a vlivem konkurenčních podniků. Třetí vnější faktor „úroveň daňových a úrokových sazeb“ byl stanoven na základě proměnných úrovně úrokových sazeb v ČR a úrovně daňových sazeb v ČR.

Vliv vnitřních determinant kapitálové struktury byl respondenty vnímán jako více významný. Lze tak usuzovat z toho, že sedm faktorů z jedenácti předložených vykazuje statisticky významně nejčastěji zastoupené hodnocení „faktor má spíše vliv“. Jedná se o stávající zadluženost podniku, náklady finanční tísně, míru rizika, strategii firmy, nedostatek vlastních zdrojů, finanční volnost a náklady cizího kapitálu. Dotázané firmy jako nejdůležitější vnitřní determinanty uvedly:

1. strategii firmy (průměrné hodnocení bylo 2,13, přičemž 1 = nejdůležitější faktor, 5 = faktor nemá vliv),
2. náklady cizího kapitálu (průměrné hodnocení 2,21),
3. finanční volnost (průměrné hodnocení 2,31),
4. míru rizika (průměrné hodnocení 2,42),
5. nedostatek vlastních zdrojů (průměrné hodnocení 2,44).

Jako nejméně důležitý vnitřní faktor pro rozhodování podniků o zdrojích financování se ukázal vliv konkurence (průměrné hodnocení 3,21).

Faktorová analýza následně odhalila tři souhrnné faktory. První vnitřní faktor „filozofie firmy“ zahrnuje strategii firmy, míru rizika, vliv konkurence a rozhodnutí mateřské společnosti. Druhý vnitřní faktor nazvaný „cena kapitálu“ vychází ze souhrnného vlivu nákladů cizího kapitálu a daňového štítu. Třetí vnitřní faktor „finanční zdraví a zadluženost podniku“ byl zkonstruován pomocí proměnných nedostatek vlastních zdrojů, náklady finanční tísně a stávající zadluženost podniku.

Odpověď na otázku, zda je výsledná kapitálová struktura výsledkem vlastního rozhodování firmy či naopak spíše výsledkem působení různých faktorů zvnějšku, vyznívá především ve prospěch faktorů vnitřních.

Na základě výsledků provedených analýz lze konstatovat, že výsledky dotazování jsou v souladu jak s teorií hierarchického pořádku, kdy podniky za výchozí zdroj financování považují vlastní zdroje a teprve při jejich nedostatku uvažují o zdrojích cizích, tak i s kompromisní teorií kapitálové struktury, která stojí na kompromisní volbě mezi využíváním výhod dluhového financování (úrokového daňového štítu) a mezi náklady finanční tísně (rostoucími náklady na kapitál).

Výsledky zkoumání naznačují, že kapitálová struktura firem není výsledkem výhradně vlastního rozhodnutí firem, protože jak u vnitřních, tak i u vnějších faktorů byl prokázán významný vliv těchto faktorů na volbu zdrojů financování investic.

V rámci vyhodnocení dotazníkového šetření byly provedeny analýzy ANOVA hodnotící vliv právní formy, velikosti podniku a oboru podnikání na odpovědi týkající se důležitosti vnějších a vnitřních faktorů při výběru zdrojů financování investic.

ANOVA ani analýza středních hodnot jednotlivých determinant neprokázaly statisticky významný vliv právní formy, velikosti podniku a oboru podnikání na důležitost vnějších faktorů při volbě zdrojů investic.

Analýza ANOVA odhalila určité závislosti v hodnocení důležitosti vnitřních faktorů při volbě zdrojů investic a právní formy, velikosti podniku či oboru podnikání, například na rozhodování malých podniků ohledně použití zdrojů by strategie firmy měla mít menší vliv než na rozhodování podniků velkých. Dále lze konstatovat, že s rostoucí velikostí podniku roste i důležitost faktoru míra rizika pro respondenty a že především mikropodniky využívají cizí zdroje náhodně, dle aktuálních potřeb firmy. Analýza vlivu oboru podnikání na důležitost vnitřních faktorů odhalila, že podniky zahrnuté do kategorie administrativa (konkrétně se jedná o odvětví J - Informační a komunikační činnosti, N - Administrativní a podpůrné činnosti a M - Profesní, vědecké a technické činnosti) přikládají ve svém finančním rozhodování faktoru daňový štít podstatně vyšší význam než podniky z ostatních odvětví.

5.6 Stanovení odvětvových standardů celkové zadluženosti

Závislost kapitálové struktury podniku na odvětví, ve kterém podnik působí, byla potvrzena jednak provedenou empirickou analýzou zadluženosti podniků v ČR i pomocí výsledků analýzy kapitálové struktury firem z různých odvětví. Rovněž 48 % respondentů dotazníkového šetření zaměřeného na determinanty kapitálové struktury udává odvětví podnikatelské činnosti jako „spíše důležitou“ determinantu, jako „spíše nedůležitou“ determinantu pak pouze 18 % respondentů.

5.6.1 Využití odvětvových standardů při optimalizaci podnikové kapitálové struktury

Zahraniční literatura věnující se tématu finančního řízení podniku často zmiňuje důležitost srovnání výsledků finančních analýz nejen s výsledky podniku z předchozích období či s konkurenčním podnikem, ale poměrně velký důraz je kladen i na porovnání s tzv. odvětvovými standardy. Každé odvětví vykazuje totiž jiná specifika a tak i posuzování kapitálové struktury a zadluženosti není možné generalizovat pro všechny obory podnikání shodně (Brooks, 2013, s. 469). Proces srovnávání určitého podniku s odvětvovým standardem je označován jako benchmarking (Brigham a Houston, 2013, s. 117).

Dostupnost odvětvových standardů v zahraničí je na poměrně dobré úrovni. Firmy mohou využívat různé veřejně dostupné zdroje, jako například výroční a čtvrtletní zprávy Thomson Reuters, databázi Bloomberg, statistiky zpracované Google Finance, Yahoo! Finance Stock Screener či MSN Money. K benchmarkingu lze rovněž využít informace o odvětvových průměrech zveřejňované organizovanými kapitálovými trhy (Nasdaq, Euronext, apod.), finančními institucemi či bankami. V zemích s rozvinutým kapitálovým trhem podniky sledují odvětvové standardy velmi pozorně, neboť případné odlišnosti mohou vyvolávat pochybnosti ohledně jejich hospodaření.

Analýzy vývoje odvětví v České republice provádí pravidelně (ročně či čtvrtletně) i Ministerstvo průmyslu a obchodu, které zpracovává základní ekonomické a finanční údaje za jednotlivá odvětví. Mezi analýzy patří například Analýza vývoje ekonomiky ČR, Finanční analýza podnikové sféry se zaměřením na konkurenceschopnost sledovaných odvětví a Panorama zpracovatelského průmyslu. Podniky mohou rovněž využít

Benchmarkingový diagnostický systém finančních indikátorů INFA. INFA se zaměřuje na tři základní skupiny finančních ukazatelů: tvorbu produkční síly (EBIT/ Aktiva), umožňující pohled na to, co podnik vyprodukuje bez ohledu na původ kapitálu a úroveň zdanění, dělení EBIT mezi věřitele (úroky), stát (daně) a majitele (čistý zisk), a finanční stabilitu, tj. vztah životnosti aktiv k životnosti pasiv. V žádném z uvedených analytických materiálů není možné nalézt konkrétní odvětvová doporučení týkající se zadluženosti.

Na komerční bázi nabízí analytické studie odvětví firma Bisnode Česká republika. Studie jsou zpracovány odděleně pro vybrané segmenty odvětví a obsahují analytický rozbor odvětví, profily nejvýznamnějších společností působících v sektoru a analytický software. Nevýhodou těchto studií je vysoká pořizovací cena jednotlivých studií a neexistence souhrnné analytické studie za všechna odvětví.

Hrdý (2013) navrhuje konkrétní hodnoty oborových standardů zadlužení pro firmy v ČR na základě analýzy zadluženosti z účetních a tržních hodnot ve vybraných sektorech průmyslu. Doporučené hodnoty zadluženosti stanovil na základě srovnání s údaji ze světa, Evropy a USA, přičemž poukazuje na vyšší hodnoty podnikové zadluženosti v ČR.

Vlastní dotazníkové šetření zaměřené na determinanty kapitálové struktury podniků potvrdilo, že většina firem (68,8%) sleduje poměr vlastních a cizích zdrojů kapitálu, přičemž firmy preferují převahu vlastních zdrojů či vyrovnaný poměr těchto zdrojů. Postoj českých podniků k zadlužování je stále poměrně konzervativní, takže málo firem udává aktivní přístup k optimalizaci kapitálové struktury, který je založen na nalezení bodu indiference či jiné metodě optimalizace. Určitým východiskem pro podniky by mohlo být použití odvětvových standardů zadluženosti.

Na základě analýz zpracovaných v této disertační práci je dále rozpracován návrh konkrétních odvětvových standardů ukazatele celkové zadluženosti. Za odvětvový standard je možno považovat průměrné zadlužení podniků v daném odvětví.

5.6.2 Návrh doporučených odvětvových standardů zadluženosti pro podniky v České republice

Průměrná odvětvová zadluženost je stanovena pomocí výsledků empirické analýzy zadluženosti podniků v ČR (kapitola 5.3) a pomocí výsledků analýzy kapitálové struktury

firem z různých odvětví za rok 2010 (kapitola 5.4). Autorka návrhu si je vědoma možného zkeslení výsledku díky použití rozdílných výběrových souborů pro provedené analýzy. Analýzy mohou být dále zkesleny odlehlými hodnotami, dále je třeba počítat i s určitým zkeslením souvisejícím s použitím ekonomických dat založených na účetní hodnotě.

Tabulka 5.65: Návrh odvětvových standardů celkové zadluženosti pro podniky v ČR

Obor podnikání dle CZ-NACE	Celková zadluženost (aritmetický průměr, v %) dle výzkumu zadluženosti zpracovaného na základě panelových dat (kap. 5.3)	Celková zadluženost (aritmetický průměr, v %) dle analýzy kapitálové struktury firem zpracované na základě výběrového souboru (kap. 5.4)	Návrh doporučené max. hodnoty celkové zadluženosti (v %)
A – Zemědělství, lesnictví, rybářství	58,80	40,94	50,00
B – Těžba a dobývání	55,62	32,07	45,00
C – Zpracovatelský průmysl	64,32	52,97	60,00
D – Výroba a rozvod elektřiny, plynu, tepla a klimatizovaného vzduchu	55,69	50,38	55,00
E – Zásobování vodou; činnosti související s odpadními vodami, odpady a sanacemi	55,50	40,55	50,00
F – Stavebnictví	64,71	70,88	70,00
G – Velkoobchod a maloobchod; opravy a údržba motorových vozidel	73,43	58,99	70,00
H – Doprava a skladování	74,54	30,32	55,00
I – Ubytování, stravování a pohostinství	91,13 ¹⁷	82,59	90,00
J – Informační a komunikační činnosti	63,25	33,88	50,00
K – Peněžnictví a pojišťovnictví	53,94	77,40	70,00
L – Činnosti v oblasti nemovitostí	72,18	67,26	70,00
M – Profesní, vědecké a technické činnosti	61,30	47,41	55,00
N – Administrativní a podpůrné činnosti	69,96	58,09	65,00

Zdroj: vlastní zpracování

Sloupec *Celková zadluženost (aritmetický průměr, v %) dle výzkumu zadluženosti zpracovaného na základě panelových dat (kap. 5.3)* obsahuje hodnoty celkové zadluženosti

¹⁷ U odvětví I – Informační a komunikační činnosti byl namísto aritmetického průměru celkové zadluženosti odvětví použit medián, vzhledem k vysokému podílu firem se záporným vlastním kapitálem (viz tabulka 5.19).

za rok 2010 z tabulek 5.12 až 5.25. Hodnoty za jednotlivá odvětví ve sloupci *Celková zadluženost (aritmetický průměr, v %)* dle analýzy kapitálové struktury firem zpracované na základě výběrového souboru (kap. 5.4) jsou dány podílem cizích zdrojů celkem na celkových zdrojích za rok 2010 a jsou získány z tabulek 5.26 až 5.39. Poslední sloupec tabulky 5.65 *Návrh doporučené max. hodnoty celkové zadluženosti (v %)* obsahuje návrhy odvětvových standardů celkové zadluženosti, které jsou založené na výsledcích provedených dílčích výzkumů zadluženosti a kapitálové struktury. Návrh doporučených hodnot zadluženosti je zpracován jako aritmetický průměr výsledků dvou provedených empirických výzkumů a výsledná hodnota je zaokrouhlena směrem nahoru k nejbližší hodnotě pětkové řady.

Doporučené odvětvové standardy jsou stanoveny jako maximální hodnoty podílu cizího kapitálu na celkových pasivech. Hodnoty celkové zadluženosti se u jednotlivých odvětví pohybují v rozsahu od 45 % do 90 %. Nižší doporučené odvětvové průměry jsou u odvětví těžba a dobývání, zemědělství, lesnictví a rybářství, zásobování vodou; činnosti související s odpadními vodami, odpady a sanacemi a informační a komunikační činnosti. Vyšší hodnoty celkové zadluženosti jsou tolerovány u odvětví: stavebnictví, velkoobchod a maloobchod; opravy a údržba motorových vozidel, činnosti v oblasti nemovitostí a peněžnictví a pojišťovnictví. U odvětví ubytování, stravování a pohostinství provedené výzkumy zadluženosti odhalily vysokou celkovou zadluženost, zápornou zadluženost vlastního kapitálu a velice nízký ziskový účinek finanční páky. Proto maximální doporučená hodnota podílu cizích zdrojů u tohoto odvětví dosahuje až 90% podílu na celkových aktivech. U ostatních oborů převažuje vyrovnaný poměr vlastních a cizích zdrojů, s mírnou převahou zdrojů cizích.

Stanovení odvětvových standardů zadluženosti je oblastí, které by měla být českou odbornou veřejností věnována podstatně větší pozornost, než tomu bylo doposud. V této oblasti vidím významný výzkumný potenciál do budoucna, protože způsob, jakým tyto odvětvové standardy určovat, není dosud jasně identifikován. Je třeba brát do úvahy nejen konkrétní výsledky podniků, ale i specifické rysy a potenciál jednotlivých odvětví a s tím související výši oborového rizika (tyto hodnoty jsou dostupné jako doporučené minimální hodnoty podnikatelského rizika pro model INFA).

Závěr

Rozhodování o volbě konkrétních zdrojů financování a o skladbě kapitálové struktury patří mezi klíčové oblasti finančního řízení a rozhodování podniku. Odborná zahraniční literatura se problematice kapitálové struktury podniku podrobně věnuje již od 50. let minulého století. Od té doby byly představeny a empiricky ověřovány různé teorie kapitálové struktury, které ne vždy dospěly ke stejným závěrům. Jedná se tedy o dynamické téma, jehož řešení stále není zcela vyčerpáno, především pak v podmínkách České republiky, kde se odborníci začali věnovat této problematice až o něco později.

Cílem disertační práce „Zdroje financování podniku: potenciál a trendy“ bylo komplexní zhodnocení a kvantifikace zdrojů financování využívaných podnikatelskými subjekty v České republice a stanovení konkrétních doporučení pro podniky prostřednictvím identifikace determinant kapitálové struktury, analýzy trendů a odhalení potenciálu vybraných zdrojů. Hlavní cíl práce byl naplněn prostřednictvím dílčích cílů a stanovených hypotéz.

Teoretická část disertační práce představuje ucelený pohled na základní, v současné době uznávané, teorie kapitálové struktury. Závěry těchto teorií se staly základem pro formulaci základních principů finančního řízení podniku, které jsou v práci nastíněny. Teoretická část vymezuje základní pojmy související s podnikem a věnuje se i konkrétnějším otázkám finančního řízení, jako jsou náklady kapitálu, optimální kapitálová struktura, bilanční pravidla, bod indiference kapitálové struktury, či metody hodnocení investic. Pro zpracování disertační práce bylo rovněž důležité důkladně analyzovat teoretické přístupy k jednotlivým determinantům kapitálové struktury podniku. Na zdroje financování podniku lze pohlížet z různých hledisek. Tato disertační práce člení zdroje financování ze dvou pohledů, z pohledu účetního a z pohledu finančního.

Praktická část disertační práce je založena na několika dílčích empirických zkoumáních, která byla zpracována v rámci dvou projektů Studentské grantové soutěže. V rámci projektu Studentské grantové soutěže 2012 s názvem *Analýza trendů při volbě zdrojů financování obchodních společností v ČR* bylo provedeno empirické zkoumání zadluženosti a analýza trendů ve vývoji kapitálové struktury firem dle odvětví. V rámci projektu Studentské grantové 2013 s názvem *Kapitálová struktura podniků v ČR a její*

determinanty zaměřené na otázky týkající se podnikových financí, přístupu firem k vyhodnocování investičních příležitostí a vnímání firem hlavních determinant kapitálové struktury bylo provedeno dotazníkové šetření a jeho vyhodnocení pomocí jednoduchých i pokročilejších statistických metod. Zdrojem ekonomických dat pro provedená zkoumání byla databáze firem a institucí Creditinfo Albertina GOLD, která obsahuje přehled o všech registrovaných podnikatelských subjektech v ČR, včetně základních ekonomických výsledků firem zveřejňovaných v Obchodním věstníku. Na základě teoretických poznatků a získaných empirických dat byla stanovena doporučení týkající se odvětvových standardů celkové zadluženosti podniků v ČR.

Z hlediska jednotlivých tvrzení, stanovených v úvodu práce, je možné učinit následující závěry:

Tvrzení I. - Podnikatelské subjekty v České republice využívají při financování svých podnikatelských a investičních aktivit rovnoměrně zdroje vlastní i cizí.

Toto tvrzení bylo založeno na předpokladu, že podniky v České republice využívají pro financování svých podnikatelských aktivit jak zdroje vlastní, tak cizí, přičemž podíl vlastních a cizích zdrojů je obdobný. Pro ověření tohoto tvrzení byla provedena analýza zadluženosti, což je nejčastěji používaný ukazatel pro hodnocení kapitálové struktury podniků. Empirická studie zaměřená na výzkum zadluženosti (kapitola 5.3) byla provedena za použití panelových dat řádově stovek až tisíců společností v rámci vybraných 14 odvětví ekonomických činností členěných dle CZ-NACE za období od roku 2006 do roku 2011. Počet společností v jednotlivých skupinách byl ovlivněn počtem firem podnikajících v daném oboru i dostupností ekonomických dat. Zadluženost podniku byla v rámci provedené studie měřena pomocí ukazatelů celkové zadluženosti a zadluženosti vlastního kapitálu. Celková zadluženost podniku udává, v jakém poměru podnik používá cizí zdroje na financování svých aktiv. Zadluženost vlastního kapitálu je dána podílem cizích zdrojů na vlastním kapitálu. Analýza prokázala, že u všech sledovaných odvětví aritmetický průměr ukazatele celkové zadluženosti více či méně překračuje hranici 50 % v každém období. Pokud je k určení střední hodnoty použit medián, výsledné hodnoty zadluženosti jsou o něco nižší. Zároveň lze u většiny sledovaných odvětví odhalit tendenci poklesu zadluženosti v čase. Výjimky lze nalézt u oborů doprava a skladování, ubytování, stravování a pohostinství a činnosti v oblasti nemovitostí, u nichž se ukazatel celkové

zadluženosti ve sledovaném období průběžně zvyšoval. Nejvyšší hodnotu zadluženosti ve srovnání s ostatními obory vykazovalo odvětví ubytování, stravování a pohostinství, kde hodnota ukazatele celkové zadluženosti přesahovala hranici 100 %. Nižší hodnoty zadluženosti (průměrně mezi 50 a 60 %) lze vysledovat u oborů: zásobování vodou a činnosti související s odpadními vodami, odpady a sanacemi, zemědělství, lesnictví a rybářství, těžba a dobývání a u oboru peněžnictví a pojišťovnictví. Rovněž hodnoty ukazatele zadluženosti vlastního kapitálu se liší dle odvětví. Hodnota ukazatele zadluženosti vlastního kapitálu 1 značí relativně stejný poměr vlastních a cizích zdrojů v podniku. Nejvyšší hodnoty ukazatele zadluženosti vlastního kapitálu (nad hodnotu 1) vykazují odvětví výroba a rozvod elektřiny, plynu, tepla a klimatizovaného vzduchu, stavebnictví, doprava a skladování a peněžnictví a pojišťovnictví. Tento ukazatel rovněž v čase klesá, u odvětví činnosti v oblasti nemovitostí a profesní, vědecké a technické činnosti až pod hodnotu ukazatele 1, což znamená, že u těchto odvětví nejprve převažovaly zdroje cizí a od roku 2009 pak zdroje vlastní. Možným vysvětlením tohoto trendu jsou dopady ekonomické a hospodářské krize.

Byla provedena i analýza pomocí multiplikátoru vlastního kapitálu tzv. ziskového účinku finanční páky, který vyhodnocuje vzájemný efekt finanční páky a úrokové redukce zisku při využívání cizích zdrojů. Analýza v naprosté většině odvětví a ve všech obdobích prokázala pozitivní ziskový účinek finanční páky (s výjimkou sektoru ubytování, stravování a pohostinství), nicméně ve většině oborů došlo v průběhu sledovaného období k poklesu tohoto účinku.

Na základě obou sledovaných ukazatelů, ukazatele celkové zadluženosti i zadluženosti vlastního kapitálu, **nelze potvrdit platnost tvrzení, že podnikatelské subjekty v České republice využívají při financování svých podnikatelských a investičních aktivit rovnoměrně zdroje vlastní i cizí.** U všech odvětví v každém sledovaném období byly cizí zdroje využívány ve větší míře než zdroje vlastní, přičemž lze u většiny odvětví odhalit tendenci poklesu využití cizích zdrojů v čase. Pomocí ziskového účinku finanční páky byl potvrzen pozitivní vliv zadluženosti na rentabilitu podniků.

Tvrzení II. - Kapitálový trh v České republice nepředstavuje rovnocenný zdroj financování podniků jako trh dluhový.

Toto tvrzení vycházelo z předpokladu, že pro Českou republiku je typický B-typ finančního systému, v němž je typická dominantní role bank. Přímé financování podniků, tj. získávání finančních zdrojů přímo na kapitálovém trhu prostřednictvím emise cenných papírů, je v tomto systému pouze doplňkovým zdrojem. Mezi zeměmi orientovanými na kapitálový trh a zeměmi orientovanými na banky existují signifikantní rozdíly v tvorbě kapitálové struktury. Teoretické i empirické studie potvrzují výrazné pozitivní efekty kapitálového trhu na výstup celé ekonomiky. V případě, že ekonomika primárně spoléhá na přeměnu úspor v investice pomocí bankovního systému, pak výkonnost ekonomiky je nižší a dynamika vývoje ekonomiky je pomalejší. V současné době fungují v České republice dva regulované kapitálové trhy, Burza cenných papírů Praha a RM-SYSTÉM. Český finanční a kapitálový trh a ani česká ekonomika neprošly stejným tržním vývojem jako trhy v rozvinutých zemích, což zanechalo vliv nejen na stavu kapitálového trhu jako takového, ale i na české populaci a českých firmách a jejich vztahu k investování. Financování podniků prostřednictvím nástrojů kapitálového trhu v České republice je dlouhodobě na velice nízké úrovni. Teoretická i praktická část disertační práce (kapitola 5.2) se věnují zhodnocení významu kapitálového trhu pro ekonomiku, vývoji českého kapitálového trhu, stavu IPO a perspektivě kapitálových trhů v České republice. Je provedeno srovnání české BCPP s polskou burzou ve Varšavě a pan-evropskou burzou NYSE Euronext. Z hlediska počtu nových emisí a likvidity kapitálového trhu česká BCPP značně zaostává. Českému kapitálovému trhu mohla nabídnout perspektivu rozvoje například probíhající penzijní reforma. Zahraniční výzkumné studie potvrzují převážně pozitivní efekt penzijních reforem na vývoj kapitálového trhu a růst hrubého domácího produktu. S ohledem na současný stav v oblasti penzijní reformy však nelze v ČR počítat s pozitivními efekty v této oblasti.

Dílčí výzkum provedený na vzorku 100 obchodních společností s nejvyšším obrátem ze 14 oborů podnikání dle klasifikace CZ-NACE v České republice za období od roku 1998 do roku 2010 analyzuje podíl vlastního kapitálu, dluhopisů a bankovních úvěrů na celkových pasivech. Vlastní kapitál tvořil přibližně třetinový podíl z celkových pasiv sledovaných podniků, bankovní úvěry tvořily 15% až 20% podíl a obligace představovaly podíl zcela minoritní či nulový. **Využívání nástrojů kapitálového trhu nelze potvrdit, z cizích zdrojů dominuje využití bankovních úvěrů nad obligacemi.**

V rámci zkoumání vzájemných interakcí kapitálové struktury a kapitálového trhu byla dále provedena komparativní analýza kapitálové struktury skupiny společností kótovaných na BCPP a skupiny společností na burze cenných papírů nekótovaných. Jejím cílem bylo zjistit, zda se liší kapitálová struktura těchto dvou skupin společností. Jako zástupci na burze neobchodovaných firem byly vybrány společnosti, které se umístily v žebříčku EVA TOP 100 Česká republika. Výsledky ukázaly, že společnosti z obou vyhodnocovaných skupin jako převažující zdroje financování využívají dlouhodobé a krátkodobé cizí zdroje (závazky) a bankovní úvěry (v součtu tvoří cizí kapitál celkem). Interní zdroje financování (tvořené sumou rezervních fondů, zadrženého zisku z minulých let a zisku běžného účetního období) jsou využívány ve větším míře u společností nekótovaných na BCPP, což může být z důvodu, že se zároveň jedná o nejúspěšnější české společnosti dle žebříčku EVA TOP 100. Základní kapitál tvoří větší podíl v kapitálové struktuře firem na burze nezapsaných, ve srovnání se společnostmi na burze zapsanými. **U společností veřejně obchodovaných na burze cenných papírů v souhrnu převládají zdroje cizí, u společností veřejně neobchodovaných převládají zdroje vlastní.**

Na problematiku využívání nástrojů kapitálového trhu pro financování podnikatelské činnosti byla zaměřena i část dotazníku provedeného empirického dotazování (kapitola 5.5.3). Dotazníkové šetření proběhlo během září až října 2013, osloveno bylo 1400 podniků ze 14 odvětví CZ-NACE. Počet navrácených dotazníků byl 48. Jedna z otázek byla zaměřena na to, zda oslovené podniky využívají některé instrumenty kapitálového trhu. V případě že ano, měly identifikovat jaké (emise akcií, emise obligací, jiné), v případě že ne, měly uvést hlavní důvod. 97,9 % respondentů uvedlo, že žádný z nástrojů kapitálového trhu jako zdroj financování nevyužívá. Mezi důvody nejčastěji patřily vysoké náklady spojené s emisí a nízká likvidita českého kapitálového trhu. **Dotazníkové šetření používání nástrojů kapitálového trhu jako zdroj financování nepotvrdilo.**

Tvrzení, že kapitálový trh v České republice nepředstavuje rovnocenný zdroj financování podniků jako trh dluhový, bylo potvrzeno teoreticky i empiricky.

Tvrzení III. - Volba konkrétních zdrojů financování je výhradně výsledkem vlastního rozhodnutí podnikatelského subjektu.

Toto tvrzení bylo testováno pomocí empirického dotazníkového šetření (kapitola 5.5). Dotazník byl rozeslán elektronickou cestou do 1400 podniků ze 14 odvětví ekonomických činností členěných dle CZ-NACE. Počet navracených dotazníků byl 48, přesto ho bylo možné považovat za soubor velkého rozsahu a provést statistické vyhodnocení. Dotazník obsahoval otázky, jejichž cílem bylo zjistit skutečné faktory, které mají vliv na to, jaké zdroje financování podniky využívají. Zda je tedy výsledná kapitálová struktura firmy výsledkem vlastního rozhodnutí firmy či jiných vnitřních faktorů, nebo spíše výsledkem působení vnějších faktorů, které firma sama není schopna ovlivnit. Ze zpracovaných analýz vyplývá, že hlavním komunikujícím segmentem v provedeném dotazníkovém šetření byly malé a střední podniky s právní formou podnikání společnost s ručením omezeným působící ve výrobních a zpracovatelských činnostech. Analýza odpovědí ukázala, že většina firem sleduje poměr vlastních a cizích zdrojů. Z firem, které poměr vlastních a cizích zdrojů sledují, jich většina udává vyšší zastoupení zdrojů vlastních, přičemž tento podíl dosahoval až 81 až 100%. Dalších 34,4 % těchto respondentů odhadla přibližně vyrovnaný poměr vlastních a cizích zdrojů (podíl vlastních zdrojů 41 až 60 %). Většina respondentů předpokládala, že podíl vlastních a cizích zdrojů zůstane i v nejbližší době konstantní a nebude se měnit. Otázky týkající se názorů respondentů na vybrané faktory ovlivňující kapitálovou strukturu jejich podniku byly zpracovány na bázi tzv. hodnotících škál, které slouží k vyjádření názorů a postojů. Osloveným podnikům bylo předloženo celkem dvacet determinant kapitálové struktury, z nichž devět je možné zahrnout do kategorie determinant vnějších a jedenáct do kategorie determinant vnitřních.

Dotázané firmy jako nejdůležitější vnější determinanty kapitálové struktury uvedly: 1. vládní zásahy či podporu podnikání (průměrné hodnocení bylo 2,15, přičemž 1 = nejdůležitější faktor, 5 = faktor nemá vliv), 2. úroveň úrokových sazeb v ČR (průměrné hodnocení 2,17), 3. úroveň daňových sazeb v ČR (průměrné hodnocení 2,19), 4. odvětví podnikatelské činnosti (průměrné hodnocení 2,56), 5. legislativu a její vymahatelnost v praxi (průměrné hodnocení 2,63). Jako nejméně důležitý faktor pro rozhodování podniků o zdrojích financování se ukázala situace na kapitálovém trhu (průměrné hodnocení 3,38), což znovu potvrzuje platnost tvrzení II. Pomocí faktorové analýzy byly vyvozeny tři tzv. faktory, vytvořené pomocí redukce a sumarizace jednotlivých determinant. První vnější faktor „hospodářský a politický vývoj země“ zahrnuje celkový hospodářský vývoj země a politický systém země. Druhý vnější faktor „tržní prostředí země“ je tvořen situací na

kapitálovém trhu v ČR a vlivem konkurenčních podniků. Třetí vnější faktor „úroveň daňových a úrokových sazeb“ byl stanoven na základě proměnných úrovně úrokových sazeb v ČR a úrovně daňových sazeb v ČR.

Vliv vnitřních determinant kapitálové struktury byl respondenty dotazování vnímán jako více významný. Dotázané firmy jako nejdůležitější vnitřní determinanty uvedly: 1. strategii firmy (průměrné hodnocení bylo 2,13, přičemž 1 = nejdůležitější faktor, 5 = faktor nemá vliv), 2. náklady cizího kapitálu (průměrné hodnocení 2,21), 3. finanční volnost (průměrné hodnocení 2,31), 4. míru rizika (průměrné hodnocení 2,42), 5. nedostatek vlastních zdrojů (průměrné hodnocení 2,44). Jako nejméně důležitý vnitřní faktor pro rozhodování podniků o zdrojích financování se ukázal vliv konkurence (průměrné hodnocení 3,21). Faktorová analýza odhalila tři souhrnné faktory. První vnitřní faktor „filozofie firmy“ zahrnuje strategii firmy, míru rizika, vliv konkurence a rozhodnutí mateřské společnosti. Druhý vnitřní faktor nazvaný „cena kapitálu“ vychází ze souhrnného vlivu nákladů cizího kapitálu a daňového štítu. Třetí vnitřní faktor „finanční zdraví a zadluženost podniku“ byl formulován pomocí proměnných nedostatek vlastních zdrojů, náklady finanční tísně a stávající zadluženost podniku.

Odpověď na otázku, zda je výsledná kapitálová struktura výsledkem vlastního rozhodování firmy či naopak spíše výsledkem působení různých faktorů zvnějšku, vyznívá především ve prospěch faktorů vnitřních, které vlastní rozhodování firem tvoří. Výsledky zkoumání ale naznačují, že kapitálová struktura firem není výsledkem výhradně vlastního rozhodnutí firem, protože i u vnějších faktorů byl prokázán významný vliv těchto faktorů na volbu zdrojů financování investic.

Tvrzení, že volba konkrétních zdrojů financování je výhradně výsledkem vlastního rozhodnutí podnikatelského subjektu, nelze na základě výsledků empirického dotazování potvrdit.

Tvrzení IV. - Obor podnikání ovlivňuje kapitálovou strukturu firem v České republice.

Tvrzení, že obor podnikání ovlivňuje kapitálovou strukturu firem, vychází z teoretických předpokladů. Toto tvrzení bylo ověřováno empiricky pomocí dvou dílčích výzkumů, pro které byla použita odlišná vstupní data. První dílčí výzkum byl založen na analýze zadluženosti (kapitola 5.3). Zadluženost byla analyzována za použití panelových dat stovek až tisíců společností v rámci vybraných 14 odvětví ekonomické činnosti členěných dle CZ-

NACE. Společnosti byly vybrány pomocí náhodného výběru ze skupiny společností s ručením omezeným a akciových společností. Počet společností v jednotlivých skupinách byl ovlivněn počtem subjektů podnikajících v daném oboru a dostupností ekonomických dat. Provedená empirická analýza zadluženosti podniků v ČR ukázala, že na základě obou sledovaných ukazatelů, ukazatele celkové zadluženosti i zadluženosti vlastního kapitálu, **lze nalézt výrazné odlišnosti kapitálové struktury v závislosti na odvětví.** U všech odvětví v každém sledovaném období ukazatel celkové zadluženosti překračuje hranici 50 % a zároveň lze u většiny sledovaných odvětví odhalit tendenci k poklesu zadluženosti v čase. Analýza pomocí multiplikátoru vlastního kapitálu v naprosté většině odvětví ve všech obdobích prokázala pozitivní ziskový účinek finanční páky (s výjimkou sektoru ubytování, stravování a pohostinství), nicméně ve většině oborů došlo v průběhu sledovaného období k poklesu tohoto účinku.

Druhý dílčí výzkum byl založen na rozboru kapitálové struktury vzorku 1400 ekonomicky aktivních obchodních společností ze 14 odvětví ekonomických činností dle CZ-NACE za roky 2000, 2005 a 2010 (kapitola 5.4). V rámci každého odvětví bylo posuzováno 100 firem vybraných dle filtru: akciové společnosti + společnosti s ručením omezeným, výše obratu ve sledovaném období. **Výsledky analýzy kapitálové struktury odhalily rozdíly v kapitálové struktuře firem z různých odvětví.** Mezi odvětví, ve kterých použití vlastních zdrojů financování nad zdroji cizími převažuje ve všech sledovaných letech, se řadila odvětví zemědělství, lesnictví a rybářství, výroba a rozvod elektřiny, plynu, tepla a klimatizovaného vzduchu, zásobování vodou a činnosti související s odpadními vodami, odpady a sanacemi, a doprava a skladování. Jedná se převážně o průmyslová a zemědělská odvětví. Výrazná převaha cizích zdrojů v hodnocení kapitálové struktury se potvrdila u odvětví peněžnictví a pojišťovnictví. Mezi další odvětví, u kterých převažuje využití cizích zdrojů, patří stavebnictví, velkoobchod a maloobchod, opravy a údržba motorových vozidel, ubytování, stravování a pohostinství. Společným rysem je poskytování služeb. Analýza kapitálové struktury ve zpracovatelském průmyslu přinesla jako u jediného odvětví výjimečnou vyrovnanost v poměru vlastních a cizích zdrojů v celém sledovaném období. Analýza trendů v rámci jednotlivých odvětví odhalila, že u všech sledovaných odvětví došlo mezi roky 2005 a 2010 k výraznému poklesu podílu základního kapitálu, který byl doprovázen růstem podílu nerozděleného zisku z minulých let a podílu výsledku hospodaření běžného účetního období. Podíl vlastního kapitálu poklesl u devíti odvětví a u

pěti odvětví podíl vlastního kapitálu vzrost. U devíti odvětví rovněž došlo k růstu podílu bankovních úvěrů, k poklesu u pěti odvětví.

Tvrzení, že obor podnikání ovlivňuje kapitálovou strukturu firem, se podařilo na základě empirických výsledků potvrdit.

Tvrzení V. - Podnikatelské subjekty v České republice při volbě zdrojů financování uplatňují především statická kritéria investičního rozhodování.

Tvrzení, že podnikatelské subjekty v České republice při volbě zdrojů financování uplatňují především statická kritéria investičního rozhodování, je založeno na poznatcích publikovaných výzkumů. Empirické testování daného tvrzení bylo provedeno pomocí vlastního dotazníkového šetření (kapitola 5.5.3). Metody hodnocení investičních projektů lze rozdělit na statické a dynamické. Statické metody zohledňují především finanční toky, k faktoru času přihlížejí pouze omezeně a riziko v podstatě nezahrnují. Patří mezi ně např. celkový příjem z investice či doba návratnosti. Dynamická kritéria berou v úvahu jak peněžní toky, tak faktor času a podstupované riziko. Mezi tato kritéria patří např. čistá současná hodnota, vnitřní výnosové procento, index ziskovosti (rentability), ekonomická přidaná hodnota.

Provedené dotazníkové šetření bylo částečně zaměřeno i na metody vyhodnocování investičních projektů a frekvenci jejich využití. Z výsledků analýzy odpovědí vyplývá, že nejčastěji používanou metodou je metoda doby návratnosti projektu, kterou používá 66,7 % respondentů. Následuje návratnost investice, jejíž použití udává 50,5 % respondentů. Obě nejčastěji používané metody jsou řazeny mezi statické. Oproti tomu dynamické metody jsou využívány méně často. Metodu čisté současné hodnoty využívá 33,3 % respondentů, ekonomickou přidanou hodnotu 27,1 % respondentů, vnitřní výnosové procento 18,8 % respondentů. Nejméně často využívanou metodou vyhodnocování investičních projektů v praxi je index ziskovosti (použití udává 16,7 % respondentů).

Na základě výsledků vlastního výzkumu kritérií uplatňovaných v investičním rozhodování je možné potvrdit platnost tvrzení, že podnikatelské subjekty v České republice při volbě zdrojů financování uplatňují především statická kritéria.

Tvrzení VI. – Podnikatelské subjekty v České republice při volbě zdrojů financování respektují závěry teorie hierarchického pořádku.

Provedené analýzy kapitálové struktury a zadluženosti (kapitoly 5.2.9, 5.3 a 5.4) neprokázaly dominantní preferenci interního financování pomocí vytvořeného zisku, před dluhem a využitím externích vlastních zdrojů (emisí akcií), což předpokládá teorie hierarchického pořádku.

Mezi hlavní *trendy*, které se podařilo na základě studia teoretických východisek a vlastního empirického zkoumání identifikovat, patří pokles zadluženosti podniků v čase, který byl prokázán u většiny odvětví podnikatelské činnosti pomocí analýzy zadluženosti založené na finančních ukazatelích zadluženosti (kapitola 5.3) i pomocí analýzy jednotlivých složek kapitálové struktury (kapitola 5.4). Na základě těchto analýz bylo rovněž konstatováno, že podniky v České republice využívají cizí zdroje ve větší míře, než zdroje vlastní (celková zadluženost přesahuje 50 %). Zde je nutno upozornit na rozpor v tom, jak vlastní kapitálovou strukturu vnímají samotné firmy. Dotazníkové šetření prokázalo, že většina podniků odhaduje vyšší podíl vlastních zdrojů na celkových pasivech, případně vyrovnaný podíl vlastního kapitálu a cizích zdrojů. Vyhodnocení trendů ve vývoji kapitálové struktury dle odvětví také ukázalo na výrazný pokles podílu základního kapitálu u všech sledovaných odvětví, který byl doprovázen růstem podílu nerozděleného zisku z minulých let a růstem podílu výsledku hospodaření běžného účetního období.

Zkoumání v oblasti *potenciálu* finančního a kapitálového trhu pro podnikové financování vede ke konstatování, že v nejbližší budoucnosti zřejmě nedojde k zásadním změnám ve způsobu financování podniků v České republice. Důvodem je nejen nízká rozvinutost a likvidita kapitálového trhu, ale i postoje investorů a samotných podniků, u nichž stále převažuje nedůvěra. Současná situace v oblasti využívání zdrojů financování u nás je daná i historicky - typem finančního trhu, který je založen na dluhovém financování pomocí bank. Lze však očekávat, že rozvoj moderních technologií, vývoj ekonomických vědních oborů i neustálé inovace finančních produktů budou mít do budoucna významný vliv na složení podnikové kapitálové struktury.

Výše uvedené dílčí cíle, tvrzení a výzkumné závěry vyústily ve stanovení návrhu odvětvových standardů celkové zadluženosti, což je možné hodnotit jako hlavní přínos zpracované disertační práce. Navržené maximální hodnoty celkové zadluženosti podniků pro jednotlivá odvětví mohou sloužit podnikům jako tzv. benchmarking v oblasti rozhodování o využití vlastních či cizích zdrojů financování. Přínos rovněž spočívá i ve vědecko-výzkumné rovině - v komplexním zpracování problematiky zdrojů financování a kapitálové struktury podniků, v důkladné analýze trendů při volbě zdrojů financování a ve vyhodnocení potenciálu, který při volbě zdrojů financování nabízí finanční a kapitálový trh.

Seznam použité literatury

CITACE

ALKHATIB, Khalid, SABATO, Gabriele a Markus SCHMID, 2014. The Determinants of Forward-looking Information Disclosure. *Procedia - Social and Behavioral Sciences*. 2014, roč. 109, č. 12, s. 858-864. Dostupné z: <http://linkinghub.elsevier.com/retrieve/pii/S1877042813051938>.

ALMAZAN, Andres a Carlos A. MOLINA, 2002. Intra-Industry Capital Structure Dispersion. *SSRN Electronic Journal. McCombs Research Paper Series No. FIN-11-02*. 2002. Dostupné z: <http://www.ssrn.com/abstract=292699>.

ANTONIOU, Antonios, GUNEY, Yilmaz a Krishna PAUDYAL. 2008. The Determinants of Capital Structure: Capital Market-Oriented versus Bank-Oriented Institutions. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. 2008, roč. 43, č. 01, s. 59-92. Dostupné z: http://www.journals.cambridge.org/abstract_S0022109000002751.

ARDITTI, Fred D., 1967. Risk and the required return on equity. *The Journal of Finance*. 1967, roč. 22, č. 1, s. 19-36. Dostupné z: <http://doi.wiley.com/10.1111/j.1540-6261.1967.tb01651.x>.

ARNOLD, Glen, 2013. *Corporate financial management*. 5th ed. New York: Financial Times/Prentice Hall, 2013, 992 s. ISBN 978-0-273-75883-9.

BAHNG, Joshua Seungwook, 2012. Patterns of Capital Structure Adjustment by Listing Type: Evidence from European Firms. *Eurasian Journal of Business and Economics*. 2012, roč. 5, č. 9, s. 103-117. Dostupné z: <http://www.ejbe.org/EJBE2012Vol05No09p103BAHNG.pdf>

BAUER, Patrik, 2004. Determinants of capital structure: empirical evidence from the Czech Republic. *Finance a úvěr*. Praha: Karlova univerzita v Praze, 2004, roč. 54, 1/2, s. 2-21. ISSN 0015-1920.

BAKER, Kent H. a Gerald S. MARTIN, 2011. *Capital structure: theory, evidence, and practice*. 1st ed. Hoboken, N.J.: Wiley, 2011, 492 s. ISBN 978-047-0569-528.

BANCEL Franck a Usha R. MITTOO, 2004. Cross-Country Determinants of Capital Structure Choice: A Survey of European Firms. *Financial Management*. 2004, vyd. 33, č. 4, s. 103-132. Dostupné z: <http://EconPapers.repec.org/RePEc:fma:fmanag:bancelmittoo04>.

BCPP. a) *Ročenka 2013/ Fact Book 2013*. [online]. Praha: Burza cenných papírů Praha, 2013 [cit. 2014-06-06]. (PDF). Dostupné z: <http://ftp.pse.cz/Statist.dta/Year/fb2013.pdf>.

BCPP. b) *Výroční zpráva Burzy cenných papírů Praha, a.s., za rok 2013* [online]. Praha: Burza cenných papírů Praha, 2013 [cit. 2014-05-10]. (PDF). Dostupné z <http://www.bcpp.cz/dokument.aspx?k=Vyrocni-Zpravy>.

BEATTIE, Vivien, GOODACRE, Alan a Sarah Jane THOMSON, 2004. Diversity and determinants of corporate financing decisions: survey evidence. *British Accounting Review. SSRN Electronic Journal*. 2004. Dostupné z: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.564602>.

- BERNANKE, Ben S., 1989. Is there too much corporate debt? *Business Review*. 1989 Federal Reserve Bank of Philadelphia, issue Sep, s. 3-13. Dostupné z: <https://www.philadelphiafed.org/research-and-data/publications/business-review/1989/brso89bb.pdf>
- BESSLER, Wolfgang, DROBETZ, Wolfgang a Robin KAZEMIEH, 2011. Factors Affecting Capital Structure Decisions. *Capital Structure and Corporate Financing Decisions*. Hoboken, NJ, USA: John Wiley, s.17-40. Dostupné z: <http://doi.wiley.com/10.1002/9781118266250.ch2>.
- BISTROVA, Julia, LACE, Natalja a Valentina PELECKIENĖ, 2011. The influence of capital structure on baltic corporate performance. *Journal of Business Economics and Management*. 2011, vol. 12, issue 4, s. 655-669. Dostupné z: <http://www.tandfonline.com/doi/abs/10.3846/16111699.2011.599414>
- BOOTH, Laurence W. a W.Seaen CLEARY, 2010. *Introduction to corporate finance*. 2. vyd. Etobicoke, Ont: J. Wiley, 2010. ISBN 978-047-0161-104.
- BRADLEY, M., JARRELL, G. A. a KIM, E. H.. On the Existence of an Optimal Capital Structure: Theory and Evidence. *The Journal of Finance*. 1984, roč. 39, č. 3, s. 857-878. DOI: 10.1111/j.1540-6261.1984.tb03680.x.
- BRADLEY, Michael, JARRELL, Gregg A. a E. Han KIM, 1984. On the Existence of an Optimal Capital Structure: Theory and Evidence. *The Journal of Finance*. 1984, roč. 39, č. 3, s. 857-878. Dostupné z: <http://doi.wiley.com/10.1111/j.1540-6261.1984.tb03680.x>.
- BREALEY, Richard A a Stewart C MYERS, 1996. *Principles of corporate finance*. 5th ed. New York: McGraw-Hill, c1996, 998 s. ISBN 00-700-7417-8.
- BREALEY, Richard A. a Stewart C. MYERS, 1999. *Teorie a praxe firemních financí*. Vyd. 7. Praha: Victoria Publishing, 1999, 971 s. ISBN 80-856-0524-4.
- BRIGHAM, Eugene F. a Joel F. HOUSTON, 2013. *Fundamentals of financial management*. 13. vyd. Mason, Ohio: South-Western Cengage Learning, 2013, 734 s. ISBN 05-384-8212-5.
- BROOKS, Raymond, 2013. *Financial management: core concepts*. 2. vyd. Boston: Pearson, 2013, 617 s. ISBN 978-013-2671-033.
- BROUNEN, Dirk., De JONG, Abe a Kees Koedijk, 2006. Capital structure policies in Europe: Survey evidence, *Journal of Banking & Finance*, Elsevier, 2006, roč. 30, č. 5, s. 1409-1442. Dostupné z: <http://www.sciencedirect.com/science/article/B6VCY-4HCDJRY-1/2/660eb8c1479488096dcbba6d935215ac>.
- CITAK, Levent a Ersan ERSOY, 2012. The determinants of corporate debt ratio: an empirical analysis on Turkish corporations. *International Research Journal of Finance & Economics*. 2012. Vol. 95, s. 151-162. Dostupné z: <http://www.internationalresearchjournaloffinanceandeconomics.com>.
- ČEB. *List of the main CEB products under officially supported financing schemes* [online]. Praha: Česká exportní banka, 2011-04-14 [cit. 2011-04-14]. Dostupné z: <http://www.ceb.cz/content/view/36/15/>.

- ČEKIA, 2012. *Žebříček EVA TOP 100 za rok 2010 zcela ovládli mobilní operátoři Telefonica O2 a T-Mobile (tisková zpráva)*. Praha: Česká kapitálová informační agentura, 2011-11-02 [cit. 2012-05-07]. Dostupné: <http://www.cekia.cz/cz/archiv-tiskovych-zprav/277-tz111102>.
- ČERNOHORSKÝ, Jan a Petr TEPLÝ, 2011. *Základy financí*. 1. vyd. Praha: Grada, 2011, 304 s. ISBN 978-80-247-3669-3.
- ČLFA, 2013. *Zpráva o stavu a vývoji nebankovního leasingového, úvěrového a factoringového trhu v ČR - r. 2013* [online]. Česká leasingová a finanční asociace, 2014. [cit. 2014-03-20]. (DOC). Dostupné z: <http://www.clfa.cz/index.php?textID=65>.
- ČNB. a) *Jak se vyvíjela diskontní sazba ČNB?* [online]. Česká národní banka, 2014. [cit. 2014-03-07]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/faq/jak_se_vyvijela_diskontni_sazba_cnb.html.
- ČNB. b) *Výnos desetiletého státního dluhopisu (maastrichtské kritérium)* [online]. Česká národní banka, 2014. [cit. 2014-03-07]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/cnb/stat.ARADY_PKG.PARAMETRY_SESTAVY?p_strid=EBA&p_s estuid=375&p_lang=CS
- ČSÚ. a) *Vývoj hrubého domácího produktu v ČR (ve stálých cenách)* [online]. Český statistický úřad, 2014. [cit. 2014-03-07]. (XLS). Dostupné z: http://www.czso.cz/csu/dyngrafy.nsf/graf/cr_od_roku_1989_hdp.
- ČSÚ. b) *Česká republika: hlavní makroekonomické ukazatele* [online]. Český statistický úřad, 2014. [cit. 2014-03-07]. (XLS). Dostupné z: <http://www.czso.cz/csu/2014edicniplan.nsf/p/320181-14>.
- DeANGELO, Harry a Ronald W. MASULIS, 1980. Optimal Capital Structure under Corporate and Personal Taxation. *Journal of Financial Economics*, 1980, roč. 8, s. 3-29. Dostupné z: <http://opecconomica.files.wordpress.com/2013/08/optimal-capital-structure-under-corporate-and-personal-taxation.pdf>.
- DELCOURE, Natalya, 2007. The determinants of capital structure in transitional economies. *International Review of Economics and Finance*. Elsevier, 2007, roč. 16, č. 3, s. 400-415. Dostupné z: <http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S1059056006000086>.
- DLUHOŠOVÁ, Dana, 2011. *Finanční řízení a rozhodování podniku: analýza, investování, oceňování, riziko, flexibilita*. 3., rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2011, 226 s. ISBN 978-80-86929-68-2.
- DURAND, David, 1952. Costs of Debt and Equity Funds for Business: Trends and. In: *Conference on Research in Business Finance*. National Bureau of Economic Research, 1952, s. 215-262. ISBN 0-87014-194-5. Dostupné z: <http://www.nber.org/chapters/c4790>
- DVOŘÁK, Vladimír, 2004. Financing of Companies in the Czech Republic (Empirical Study). In: MEJSTRIK, Michal. *Cultivation of financial markets in the Czech Republic*. Prague: Charles University in Prague, The Karolinum Press, 2004, IX-X. ISBN 80-246-0980-0.
- EUROEKONOM, 2014. *Sazba daně z příjmu právnických osob (%)* [online]. 2014 [cit. 2014-03-07]. Dostupné z: <http://www.euroekonom.cz/grafy-data.php?type=cesko-dpo-rok>.

- EVCA, 2013. *Value of Share Trading* [online], 2013 [cit. 2014-05-10]. Dostupné z: <http://www.evca.eu/about-private-equity/private-equity-explained/>.
- FESE, 2012. *Statistics* [online]. Brusel: Federation of European Securities Exchanges, [cit. 2012-05-05]. Dostupné z: <http://www.fese.be/en/?inc=art&id=4>.
- FRANK, Murray Z. a Vidhan K. GOYAL, 2003. Capital Structure Decisions. *SSRN Electronic Journal*. AFA San Diego Meetings, 2003. Dostupné z: <http://www.ssrn.com/abstract=396020>.
- FRIEDER, Laura a Rodolfo MARTELL, 2006. On Capital Structure and the Liquidity of a Firm's Stock. Working paper, Purdue University, 2006, Dostupné z: <http://finance.eller.arizona.edu/documents/seminars/2005-6/LFrieder.CapStructure-Liquidity04-06.pdf>.
- FRYDENBERG, Stein, 2011. Capital Structure Theories and Empirical Tests: An Overview. *Capital Structure and Corporate Financing Decisions*. Hoboken, NJ, USA: John Wiley, 2011, s. 127. Dostupné z: <http://doi.wiley.com/10.1002/9781118266250.ch8>.
- GEORGE, Thomas J. a Chuan-Yang HWANG, 2010. A resolution of the distress risk and leverage puzzles in the cross section of stock returns. *Journal of Financial Economics*. 2010, roč. 96, č. 1, s. 56-79. Dostupné z: <http://linkinghub.elsevier.com/retrieve/pii/S0304405X09002335>.
- GERŠL, Adam a Petr JAKUBÍK, 2009. Modely bankovního financování českých podniků a úvěrové riziko. In: *Zpráva o finanční stabilitě 2008/2009*. 1. vyd. Praha: Česká národní banka, 2009, s. 90-98. ISBN 978-80-87225-15-8. Dostupné z: https://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/financni_stabilita/zpravy_fs/fs_2008-2009/FS_2008-2009_clanek_3.pdf.
- GIBBARD, Peter a Ibrahim STEVENS, 2011. Corporate debt and financial balance sheet adjustment: a comparison of the United States, the United Kingdom, France and Germany. *Annals of Finance*. 2011, roč. 7, č. 1, s. 95-118. Dostupné z: <http://link.springer.com/10.1007/s10436-010-0146-6>.
- GRAHAM, John R., 2000. How Big Are the Tax Benefits of Debt?. *The Journal of Finance*. 2000, roč. 55, č. 5, s. 1901-1941. Dostupné z: <http://doi.wiley.com/10.1111/0022-1082.00277>.
- GRAHAM, John R. a Campbell R HARVEY, 2001. The theory and practice of corporate finance: evidence from the field. *Journal of Financial Economics, Elsevier*, 2001, roč. 60, č. 2-3, s. 187-243. Dostupné z: <http://www.sciencedirect.com/science/article/B6VBX-433W7FJ-2/2/335ca4162c5ab52cc8e08b52d0cad063>.
- GRÜNWALD, Rolf, 1994. Zisk v popředí zájmu. *Finance a úvěr*. Praha: Ministerstvo financí ČR, 1994, roč. 44., č. 1, s. 11-17. Dostupné z: http://journal.fsv.cuni.cz/storage/38_199401rg.pdf.
- HANOUSEK, Jan a Randall K. FILER, 2000. The Relationship Between Economic Factors and Equity Markets in Central Europe. *The Economics of Transition*. 2000, roč. 8, č. 3, s. 623-638. Dostupné z: <http://doi.wiley.com/10.1111/1468-0351.00058>.
- HARRIS, Milton a Artur RAVIV, 1991. The Theory of Capital Structure. *The Journal of Finance*. 1991, roč. 46, č. 1, s. 297-355. Dostupné z: <http://doi.wiley.com/10.1111/j.1540-6261.1991.tb03753.x>.

HEISZ, Andrew a Sébastien LAROCHELLE-CÔTÉ. Corporate Financial Leverage in Canadian Manufacturing: Consequences for Employment and Inventories. *Canadian Journal of Administrative Sciences / Revue Canadienne des Sciences de l'Administration*. 2004, roč. 21, č. 2, s. 111-128. Dostupné z: <http://doi.wiley.com/10.1111/j.1936-4490.2004.tb00328.x>.

HENDERSON, Brian J., JEGADEESH, Narasimhan a Michael S. WEISBACH, 2006. World Markets for Raising New Capital. *SSRN Electronic Journal*. 2006. Working Paper č. 10225. Dostupné z: <http://www.ssrn.com/abstract=466540>.

HRDÝ, Milan, a Michaela HOROVÁ, 2007. Aktuální problémy strategického finančního řízení podniků v ČR. In *E + M Ekonomie a Management*. Liberec: Ekonomická fakulta Technická Univerzita v Liberci Czech Republic, 2007, roč. 10, č. 4, s. 80-86. ISSN 1212-3609.

HRDÝ, Milan, 2011. Optimalizace kapitálové struktury konkrétního podniku z hlediska teoretického a praktického. In *Sborník příspěvků z mezinárodní vědecké konference Ekonomické fakulty VŠB – Technické university Ostrava Financial Management of Firms and Financial Institutions*. Ostrava: edice VŠB-Technická universita Ostrava, 2011, s. 137-144. ISBN 978-80-248-2494-9.

HRDÝ, Milan, 2013. Optimalizace kapitálové struktury konkrétního podniku a oborové standardy. *Český finanční a účetní časopis*. Praha: VŠE, 2013, roč. 8, č. 2, s. 74-83. ISSN 1802-2200.

HUANG, Samuel G. H. a Frank M. SONG, 2002. The Determinants of Capital Structure: Evidence from China. *Hong Kong Institute of Economics and Business Strategy, Working Paper*, 2002, č. 1042. Dostupné z: http://www.hiebs.hku.hk/working_paper_updates/pdf/wp1042.pdf.

CHEN, Jean J., 2004. Determinants of capital structure of Chinese-listed companies. *Journal of Business Research*. 2004, roč. 57, č. 12, s. 1341-1351. Dostupné z: <http://linkinghub.elsevier.com/retrieve/pii/S0148296303000705>.

CHEVALIER, JUDITH A., 1995. Do LBO Supermarkets Charge More? An Empirical Analysis of the Effects of LBOs on Supermarket Pricing. *The Journal of Finance*. 1995, roč. 50, č. 4, s. 1095-1112. Dostupné z: <http://doi.wiley.com/10.1111/j.1540-6261.1995.tb04051.x>

CHITTENDEN, Francis, HALL, Graham a Patrick HUTCHINSON, 1996. Small firm growth, access to capital markets and financial structure: Review of issues and an empirical investigation. *Small Business Economics*. 1996, roč. 8, č. 1, s. 59-67. Dostupné z: <http://link.springer.com/10.1007/BF00391976>.

JAVED, Attiya Yasmin a Imad, QAISAR, 2012. A decomposition analysis of capital structure: evidence from Pakistan's manufacturing sector. *The Lahore Journal of Economics*. 2012, roč. 17, č. 1, s. 1-31. Dostupné z: <http://mpa.ub.uni-muenchen.de/39371/>.

JELINEK, Kate, 2007. The Effect of Leverage Increases on Earnings Management. *Journal of Business & Economic Studies*, 2007, roč.13, č. 2, s. 24-46. Dostupné z: <http://www.scopus.com/record/display.url?eid=2-s2.0-76349096364&origin=inward&txGid=FD09B2E5F5D02B81573ECAC0B5372754.WXhD7YyTQ6A7Pvk9A1A%3a1#>.

- JENSEN, Michael C. a William H. MECKLING, 1976. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*. 1976, roč. 3, č. 4, s. 305-360. Dostupné z: <http://linkinghub.elsevier.com/retrieve/pii/0304405X7690026X>.
- JENSEN, Michael C, 1986. Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers, *The American Economic Review: American Economic Association*, 1986, roč. 76, č. 2, str. 323 – 329. Dostupné z: <http://www.sml.hw.ac.uk/ms75/GP%20Papers/G32.pdf>.
- JINDŘICHOVSKÁ, Irena, 2013. *Finanční management*. Vyd. 1. V Praze: C.H. Beck, 2013, xviii, 295 s. ISBN 978-80-7400-052-2.
- KESHTKAR, Rasoul, VALIPOUR, Hashem a Ali JAVANMARD, 2012. Determinants of corporate capital structure under different debt maturities: empirical evidence from Iran. *International research journal of finance and economics*, 2012, č. 90, s. 46-53.
- KISLINGEROVÁ, Eva, 2010. *Manažerské finance*. 3. vyd. Praha: C. H. Beck, 2010, xxxviii, 811 s. ISBN 978-80-7400-194-9.
- KNÁPKOVÁ, Adriana, PAVELKOVÁ Drahomíra a Karel ŠTEKER, 2013. *Finanční analýza: komplexní průvodce s příklady*. 2., rozš. vyd. Praha: Grada Publishing, 2013, 236 s. ISBN 978-802-4744-568.
- KOLB, Burton A. a Richard F. DeMONG, 1988. *Principles of financial management*. 2. vyd. Homewood Irwin, 1988, 855 s. ISBN 02-560-2879-6.
- KONEČNÝ, Zdeněk, 2010. Financování podniku v závislosti na jeho životním cyklu. In *International workshop for PhD students*. Brno: FP VUT, 2010. s. 36-43. ISBN: 978-80-214-4194-1. Dostupné z: <http://conference.fbm.vutbr.cz/workshop/papers/papers2010/konecny.pdf>
- KOŽENÁ, Marcela, 2007. *Manažerská ekonomika: teorie pro praxi*. 1. vyd. Praha: C.H. Beck, 2007, 216 s. ISBN 978-807-1796-732.
- KRAUSEOVÁ, Jaruše, 1995. Analýza kapitálové struktury českých firem. *Finance a úvěr*. 1995, roč. 45, č. 9, s. 481-491. ISSN 0015-1920.
- KŘIVSKÁ, Romana, 2009. *Determinanty kapitálové struktury a její optimalizace*. Praha, 2009. Disertační práce. VŠE. Vedoucí práce Valach, Josef; prof. Ing., CSc.
- LANDA, Martin a Dana MARTINOVIČOVÁ, 2010. Přístupy k hodnocení změn kapitálové struktury průmyslových odvětví. In *Acta Universitatis Agriculturae et Silviculturae Mendelianae Brunensis*, Brno, 2010, roč. 18, č. 6, s. 259–268. ISSN 1211-8516.
- MAJUMDAR, Raju, 2010. The Determinants of Corporate Debt Maturity: A Study of Indian Firms. *The IUP Journal of Applied Finance*. 2010, Vol. 16, No. 2, s. 70-80. Dostupné z: <http://ssrn.com/abstract=1564071>.
- MASULIS, Ronald W., 1983. The Impact of Capital Structure Change on Firm Value: Some Estimates. *The Journal of Finance*. 1983, roč. 38, č. 1, s. 107-126. Dostupné z: <http://doi.wiley.com/10.1111/j.1540-6261.1983.tb03629.x>.
- MAREK, Petr a kol., 2009. *Studijní průvodce financemi podniku*. 2. aktualiz. vyd. Praha: Ekopress, 2009, 634 s. ISBN 978-80-86929-49-1.

MELOUN, Milan a Jiří MILITKÝ, 2004. *Statistická analýza experimentálních dat*. Vyd. 2. uprav. rozš. Praha: ACADEMIA, 2004, 953 s. ISBN 80-200-1254-0.

MELUZÍN, Tomáš, 2009. Výzkum prvotních veřejných nabídek akcií realizovaných na českém kapitálovém trhu. *E + M Ekonomie a management*, Liberec: Ekonomická fakulta Technická Univerzita v Liberci Czech Republic, 2009, č. 2, s. 108-121. Dostupné z: http://www.ekonomie-management.cz/download/1331826714_b4fc/08_meluzin.pdf.

MFČR. *Současný stav české ekonomiky* [online]. Praha: Ministerstvo financí české republiky, 2005-07-18 [cit. 2012-09-24]. Dostupné z: http://www.mfcr.cz/cps/rde/xchg/mfcr/hs.xsl/eu_program_zprava_21472.html#3.

MILLER, Danny, Peter H. FRIESEN a Henry MINTZBERG, 1984. *Organizations: a quantum view*. 15. vyd. Englewood Cliffs, N.J.: Prentice-Hall, 1984, 320 s. ISBN 01-364-1985-2.

MILLER, Merton H. a Franco MODIGLIANI, 1958. The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment. *American Economic Review*, 1958, roč. 48, č. 3, s. 261-297. Dostupné z: <http://www.jstor.org/stable/1809766>.

MILLER, Merton H.. 1976. Debt and Taxes. *The Journal of Finance*, 1976, roč. 32, č. 2, s. 261-275. Dostupné z: <http://www.jstor.org/stable/2326758>.

MILLER, Merton H. a Kevin ROCK, 1985. Dividend Policy under Asymmetric Information. *The Journal of Finance*. 1985, roč. 40, č. 4, s. 1031-1051. ISSN 00221082. Dostupné z: <http://doi.wiley.com/10.1111/j.1540-6261.1985.tb02362.x>.

MODIGLIANI, Franco a Merton H. MILLER, 1963. Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction. *The American Economic Review*. 1963, roč. 53, č. 3, s. 433-443. Dostupné z: <http://www.jstor.org/stable/1809167>.

MOUDRÝ, Marek a Roman BINTER, 2006. *Analýza významu kapitálového trhu pro rozvoj ekonomiky ČR* [online]. Praha: Burza cenných papírů Praha, 2006. [cit. 2012-05-20]. (PDF). Dostupné z: http://www.seminar-burzy.cz/files/bccp_analyza_web.pdf.

MPO, 2012. *Benchmarkingový diagnostický systém finančních indikátorů INFA – metodika výpočtu* [online], 2012 [cit. 2014-07-17]. (PDF). Dostupné z: <http://www.mpo.cz/cz/infa.html>.

MPO, 2013. *Finanční analýza podnikové sféry se zaměřením na konkurenceschopnost sledovaných odvětví za rok 2013* [online]. Praha: Ministerstvo průmyslu a obchodu, 2014-05-26 [cit. 2014-07-17]. Dostupné z: <http://www.mpo.cz/cz/ministr-a-ministerstvo/analyticke-materialy/#category238>.

MYERS, Stewart C. Determinants of corporate borrowing, 1977. *Journal of Financial Economics*. 1977, roč. 5, č. 2, s. 147-175. ISSN 0304405x. Dostupné z: <http://linkinghub.elsevier.com/retrieve/pii/0304405X77900150>.

MYERS, Stewart C. Capital Structure Puzzle, 1984. *Journal of Finance*. 1984, roč. 39, č. 3, s. 575-592. Dostupné z: <http://www.nber.org/papers/w1393>.

MYERS, Stewart C. a Nicholas S. MAJLUF, 1984. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*. 1984, roč. 13, č. 2, s. 187-221. ISSN 0304405x. Dostupné z: <http://linkinghub.elsevier.com/retrieve/pii/0304405X84900230>.

- MYERS, Stewart C., 2001. Capital Structure. *Journal of Economic Perspectives*. 2001, roč. 15, č. 2, s. 81-102. ISSN 0895-3309.
- NĚMEC, Jan a Petr KORBEL, 2014. Pravda o devalvaci koruny: Podnikatelé přiznávají, že jim zásah ČNB pomohl. *EKONOM* [online]. 2014 [cit. 2014-07-17]. Dostupné z: <http://byznys.ihned.cz/zpravodajstvi-cesko/c1-62087290-ekonom-pravda-o-devalvaci-koruny-podnikatele-priznavaji-ze-jim-zasah-cnb-pomohl>.
- NEUMAIEROVÁ, Inka a Ivan NEUMAIER, 1996. Úvaha o optimální zadluženosti. *Finance a úvěr*. 1996, roč. 46, č. 1, s. 51-60. ISSN 0015-1920.
- NEUMAIER, Ivan. a Inka NEUMAIEROVÁ, 1997. Nové pojetí finanční analýzy aneb aplikace modelu INFA. *Svět hospodářství*, 1997, č. 2.5.-9.5. 3 s. ISSN 0322-7987.
- NISSIM, Doron a Stephen H. PENMAN, 2003. Financial Statement Analysis of Leverage and How It Informs About Profitability and Price-to-Book Ratios. *Review of Accounting Studies*. 2003, roč. 8, č. 4, s. 531-560. ISSN 1380-6653. Dostupné z: <http://link.springer.com/10.1023/A:1027324317663>.
- NÝVLTOVÁ, Romana a Pavel MARINIČ, 2010. *Finanční řízení podniku: moderní metody a trendy*. 1. vyd. Praha: Grada Publishing, 2010, 204 s. Prosperita firmy. ISBN 978-80-247-3158-2.
- NÝVLTOVÁ, Romana a Mária REŽŇÁKOVÁ, 2007. *Mezinárodní kapitálové trhy: zdroj financování*. 1. vyd. Praha: Grada, 2007, 222 s. ISBN 978-80-247-1922-1.
- OECD, 2011. *Arrangement on officially supported export credits (TAD/PG(2011)4)* [online]. Document of OECD, 2011-03-03 [cit. 2011-04-11]. 130 p. (PDF). Dostupný z: [http://www.oecd.org/officialdocuments/displaydocumentpdf?cote=tad/pg\(2011\)4&doclang=usage=en](http://www.oecd.org/officialdocuments/displaydocumentpdf?cote=tad/pg(2011)4&doclang=usage=en).
- PINKOVÁ, Pavlína 2012. Determinants of capital structure: evidence from the Czech automotive industry. *Acta Universitatis Agriculturae et Silviculturae Mendelianae Brunensis*. 2012, roč. 60, č. 7, s. 217-224. Dostupné z: <http://acta.mendelu.cz/60/7/0217/>.
- POLOUČEK, Stanislav, 2006. *Bankovnictví*. 1. vyd., Praha: C. H. Beck, 2006, xvii, 716 s. ISBN 80-717-9462-7.
- PRÁŠILOVÁ, Pavlína, 2012. Determinanty kapitálové struktury českých podniků. In *E + M Ekonomie a Management*. Liberec: Ekonomická fakulta Technická Univerzita v Liberci, 2012, roč. 15, č. 1, s. 89-104. ISSN 1212-3609.
- RAMADAN, Zeyad S, 2012. Does Leverage Always Mean Risk? Evidence from ASE. *International Journal of Economics and Finance*. 2012, roč. 4, č. 12. Dostupné z: <http://ccsenet.org/journal/index.php/ijef/article/view/21792>.
- RAUH, Joshua D. a Amir SUFI, 2010. Capital Structure and Debt Structure. *SSRN Electronic Journal*. 2010. DOI: 10.2139/ssrn.1097577. Dostupné z: <http://www.ssrn.com/abstract=1097577>.
- R CORE TEAM, R, 2012. A language and environment for statistical computing. *R Foundation for Statistical Computing*, Vienna, 2012. ISBN 3-900051-07-0. Dostupné z: <http://www.R-project.org/>.

- REINERS, Marc, 2004. *Finanzierungskosten im Lebenszyklus der Unternehmung: Ein optionspreistheoretischer Ansatz*. Hamburg: Verlag Dr. Kovač. 2004, lxxxvii, 334 s. ISBN 3-8300-1249-7.
- REŽŇÁKOVÁ, Mária, 2012. *Efektivní financování rozvoje podnikání*. 1. vyd. Praha: Grada, 2012, 142 s. Finanční řízení. ISBN 978-80-247-1835-4.
- RITTER, Jay R., 1998. Initial Public Offering. *Contemporary Financial Digest*. 1998, roč. 2, č. 1, s. 5-30. Dostupné z: <http://bear.warrington.ufl.edu/ritter/rittip01.pdf>.
- RM-SYSTÉM, 2014. *Základní informace*. [online]. Praha: RM-SYSTÉM, česká burza cenných papírů, [cit. 2014-08-11]. Dostupné z: <http://www.rmsystem.cz/spolecnost/zakladni-informace>.
- ROSS, Stephen A., 1977. The Determination of Financial Structure: The Incentive-Signalling Approach. *The Bell Journal of Economics*. 1977, roč. 8, č. 1, s. 23-40. Dostupné z: <http://www.jstor.org/stable/3003485>.
- ROSS, Stephen A., 1996. *Corporate Finance*. 4. vyd. Boston: Irwin, 1996, 899 s. ISBN 02-561-5229-2.
- RŮČKOVÁ, Petra a Michaela ROUBÍČKOVÁ, 2012. *Finanční management*. 1. vyd. Praha: Grada, 2012, 290 s. ISBN 978-80-247-4047-8.
- SBEITI, Wafaa, 2010. The Determinants of Capital Structure: Evidence from the GCC Countries. *International Research Journal of Finance and Economics*, 2010, č. 47, s. 56-82. ISSN 1450-2887.
- SCHALL, Lawrence D. a Charles W. HALEY, 1991. *Introduction to Financial Management*. 1. vyd., Hong Kong: McGraw-Hill, 1991, 894 s. ISBN 00-705-5117-0.
- SCHOLLEOVÁ, Hana, 2008. *Ekonomické a finanční řízení pro neekonomy*. 1. vyd. Praha: Grada, 2008, 256 s. ISBN 978-80-247-2424-9.
- SYNEK, Miloslav, 2007. *Manažerská ekonomika*. 4., aktualiz. a rozš. vyd. Praha: Grada, 2007, 452 s. ISBN 978-80-247-1992-4.
- ŠIMAN, Josef a Petr PETERA, 2010. *Financování podnikatelských subjektů: teorie pro praxi*. 1. vyd., Praha: C.H. Beck, 2010, 192 s. ISBN 978-80-7400-117-8.
- ŠVECOVÁ, Lenka, SCHOLLEOVÁ, Hana a Jiří FOTR, 2012. Vybrané aspekty investičního rozhodování (poznatky z empirických výzkumů), In *E + M: Ekonomie a Management*, Liberec: Ekonomická fakulta Technická Univerzita v Liberci Czech Republic, 2012, roč. 15, č. 3, s. 125-141. ISSN 1212-3609.
- TALBERG, Magnus, Christian WINGE, Stein FRYDENBERG a Sjur WESTGAARD, 2008. Capital Structure Across Industries. *International Journal of the Economics of Business*. 2008, roč. 15, č. 2, s. 181-200. Dostupné z: <http://www.tandfonline.com/doi/abs/10.1080/13571510802134304>.
- TITMAN, Sheridan a Roberto WESSELS, 1988. The Determinants of Capital Structure Choice. *The Journal of Finance*. 1988, roč. 43, č. 1, s. 1-19. Dostupné z: <http://doi.wiley.com/10.1111/j.1540-6261.1988.tb02585.x>.

- UDOMSIRIKUL, Prasit, JUMREORNVONG, Seksak a Pornsit JIRAPORN, 2011. Liquidity and capital structure: The case of Thailand. *Journal of Multinational Financial Management*. Elsevier, 2011, roč. 21, s. 106-117. ISSN 0960-3107. Dostupné z: http://dspace.library.tu.ac.th/bitstream/handle/3517/5423/Seksak_Liquidity-5423.pdf?sequence=3.
- VAJSEJTL, Josef, 2004. *Teoretická a empirická analýza IPO*. Praha, 2004. Diplomová práce. Univerzita Karlova v Praze, Institut ekonomických studií. Vedoucí práce Prof. Ing. Michal Mejstřík, CSc.
- VALACH, Josef, 1999. *Finanční řízení podniku*. 2. aktualiz. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 1999, 324 s. ISBN 80-861-1921-1.
- VALACH, Josef, 2001. *Investiční rozhodování a dlouhodobé financování*. Vyd. 1. Praha: Ekopress, 2001, 447 s. ISBN 80-861-1938-6.
- Van FREDERIKSLUST, Ruu. A. I., ANG, James S. a P. Sudi SUDARSANAM, 2008. *Corporate governance and corporate finance: a European perspective*. London: Routledge, 2008, xxi, 757 s. ISBN 978-0-415-40532-4.
- VOCHOZKA, Marek a Petr MULAČ, 2012. *Podniková ekonomika*. 1. vyd. Praha: Grada, 2012, 570 s. Finanční řízení. ISBN 978-80-247-4372-1.
- WAWROSZ, Petr, 1999. *Zdroje financování podnikatelské činnosti*. 1.vyd. Ostrava: Sagit, 1999, 336 s. ISBN 80-720-8106-3.
- WEILL, Laurent, 2004. What Determines Leverage in Transition Countries. *Finance a úvěr - Czech Journal of Economics and Finance*, 2004, roč. 54, č. 5-6, p. 234. Dostupné z: http://journal.fsv.cuni.cz/storage/973_s_234_242.pdf.
- WILLIAMS, John Burr, 1938. *The theory of investment value*. 1st ed. 1997, Harvard University Press, 1938, 613 s. ISBN 08-703-4126-X.
- WORLD FEDERATION OF EXCHANGES. *Value of Share Trading* [online], 2012 [cit. 2012-05-10]. (XLS). Dostupné z: <http://www.world-exchanges.org/statistics/time-series/value-share-trading>.
- WÖHE, Günter a Eva KISLINGEROVÁ, 2007. *Úvod do podnikového hospodářství*. 2. přeprac. a dopl. vyd. Praha: C. H. Beck, 2007, xxix, 928 s. ISBN 978-80-7179-897-2.

BIBLIOGRAFIE

- ABRAHAMSON, Mark, JENKINSON, Tim a Howard JONES, 2011. Why Don't U.S. Issuers Demand European Fees for IPOs? *The Journal of Finance*. 2011, roč. 66, č. 6, s. 2055-2082. Dostupné z: <http://doi.wiley.com/10.1111/j.1540-6261.2011.01699.x>.
- AGARWAL, Yamini, 2013. *Capital structure decisions: evaluating risk and uncertainty*. Singapore: Wiley, 2013, 252 s. ISBN 11-182-0313-5.
- ARDITTI, Fred D., 1967. Risk and the required return on equity. *The Journal of Finance*. 1967, roč. 22, č. 1, s. 19-36. Dostupné z: <http://doi.wiley.com/10.1111/j.1540-6261.1967.tb01651.x>.
- ARNOLD, Glen, 2012. *Essentials for corporate financial management*. 2. vyd. Harlow: Financial Times Prentice Hall, 2012. ISBN 02-737-5887-X.

- BERMAN, Karen, KNIGHT, Joe a John CASE, 2011. *Finanční inteligence pro manažery: klíč ke skutečné hodnotě čísel*. Vyd. 1. Brno: Computer Press, 2011, 241 s. ISBN 978-80-251-3724-6.
- BOUKAL, Petr, 1999. Kapitálová struktura podniku a možnosti její optimalizace. *Acta oeconomica Pragensia: Vědecký sborník Vysoké školy ekonomické v Praze*. Praha: Vysoká škola ekonomická, 1999, s. 399-411. ISSN 0572-3043.
- BÖHM, Arnošt, 2011. Systém financování vývozních úvěrů a pojišťování rizik se státní podporou. In *Rizika v komerční praxi*. 1. vyd. Praha: Wolters Kluwer, 2011. s. 139 – 152. ISBN 978-80-7357-632-5.
- ČIŽINSKÁ, Romana a Pavel MARINIČ, 2010. *Finanční řízení podniku: moderní metody a trendy*. 1. vyd. Praha: Grada Publishing, 2010, 204 s. ISBN 978-80-247-3158-2.
- DEWAELEHEYN, Nico a Cynthia VAN HULLE, 2010. Internal Capital Markets and Capital Structure: Bank Versus Internal Debt. *European Financial Management*. 2010, roč. 16, č. 3, s. 345-373. ISSN 13547798. Dostupné z: <http://doi.wiley.com/10.1111/j.1468-036X.2008.00457.x>.
- FOJTÍKOVÁ, Lenka, 2009. *Zahraničně obchodní politika ČR: historie a současnost (1945-2008)*. Vyd. 1. Praha: C.H. Beck, 2009, xix, 246 s. ISBN 978-80-7400-128-4.
- GHOSH, Arvin, CAI, Francis a Richard H. FOSBERG, 2008. *Capital structure and firm performance*. New Brunswick: Transaction Publishers, 2008, 131 s. ISBN 14-128-0710-7.
- GOLDSTEIN, Michael A., Paul IRVINE a Andy PUCKETT, 2011. Purchasing IPOs with Commissions. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. 2011, roč. 46, č. 05, s. 1193-1225. ISSN 0022-1090. Dostupné z: http://www.journals.cambridge.org/abstract_S0022109011000317.
- HOJNÁ, Radana a Lenka STRÝČKOVÁ, 2013. Is There a Space for an Innovative Approach to Sources of Business Financing in the Czech Republic? *Proceedings of the 11th International Conference Liberec Economic Forum*. Liberec: Technical university of Liberec, 2013, 1. vyd., s. 522 – 531. ISBN 978-80-7372-953-0.
- CHEMMANUR, T. J., G. HU a J. HUANG, 2010. The Role of Institutional Investors in Initial Public Offerings. *Review of Financial Studies*. 2010, roč. 23, č. 12, s. 4496-4540. ISSN 0893-9454. DOI: 10.1093/rfs/hhq109. Dostupné z: <http://rfs.oxfordjournals.org/cgi/doi/10.1093/rfs/hhq109>.
- CHEMMANUR, Thomas J., Imants PAEGLIS a Karen SIMONYAN, 2010. Management Quality and Equity Issue Characteristics: A Comparison of SEOs and IPOs. *Financial Management*. 2010, roč. 39, č. 4, s. 1601-1642. ISSN 00463892. DOI: 10.1111/j.1755-053X.2010.01124.x. Dostupné z: <http://doi.wiley.com/10.1111/j.1755-053X.2010.01124.x>.
- JÍLEK, Josef, 2009. *Akciové trhy a investování*. 1. vyd. Praha: Grada, 2009, 656 s. ISBN 978-80-247-2963-3.
- JÍLEK, Josef, 2013. *Finance v globální ekonomice I: Peníze a platební styk*. 1. vyd. Praha: Grada, 2013, 660 s. Finanční trhy a instituce. ISBN 978-80-247-3893-2.
- JÍLEK, Josef, 2013. *Finance v globální ekonomice II: Měnová a kurzová politika*. 1. vyd. Praha: Grada, 2013, 557 s. Finanční trhy a instituce. ISBN 978-80-247-4516-9.

- JENSEN, Michael C., 2005. Agency Costs of Overvalued Equity. *Financial Management*. 2005, roč. 34, č. 1, s. 5-19. ISSN 00463892. Dostupné z: <http://doi.wiley.com/10.1111/j.1755-053X.2005.tb00090.x>.
- JEŽEK, Tomáš, 2002. *Peníze a trh*. 1.vyd. Praha: Portál, 2002, 148 s. ISBN 80-717-8685-3.
- LIŠKA, Václav. *IPO kmenové akcie a jejich primární emise*. 1. vyd. Praha: HZ, 2001, 169 s. ISBN 80-860-0936-X.
- MACHKOVÁ, Hana, 2007. *Mezinárodní obchodní operace*. 4., aktualiz. vyd. Praha: Grada, 2007, 242 s. ISBN 978-80-247-1590-2.
- MAREŠ, Stanislav, 2008. *Zdroje financování podniku*. 2. vyd. Praha: Vysoká škola finanční a správní, 2008, 113 s. ISBN 978-80-7408-007-4.
- MCLANEY, Eddie, 2011. *Business finance: theory and practice*. 9. vyd. New York: Financial Times Prentice Hall, 2011, 518 p. ISBN 02-737-5045-3.
- MELUZÍN, Tomáš a Marek ZINECKER, 2009. *IPO: prvotní veřejná nabídka akcií jako zdroj financování rozvoje podniku*. Vyd. 1. Brno: Computer Press, 2009, xvi, 188 s. ISBN 978-80-251-2620-2.
- MISHKIN, Frederic S. a Stanley G. EAKINS, 2012. *Financial markets and institutions: global edition*. 7. vyd. Boston: Pearson, 2012, 663 s., ISBN 978-027-3754-442.
- MUSÍLEK, Petr, 2011. *Trhy cenných papírů*. 2., aktualiz. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2011, 520 s. ISBN 978-80-86929-70-5.
- NOBES, Christopher a R PARKER, 2008. *Comparative international accounting*. 10. vyd. New York: Prentice Hall/Financial Times, 2008, xxi, 603 s. ISBN 02-737-1476-7.
- PANDEY, I. M., 2009. *Financial Management*. 9. vyd. Vikas Publishing House PVT. Ltd., 2009, 806 p. ISBN 978-812-5916-581.
- PAVELKOVÁ, Drahomíra, 2005. *Výkonnost podniku z pohledu finančního manažera*. Praha: Linde, 2005, 302 s. ISBN 80-861-3163-7.
- PETTIT, Justin, 2007. *Strategic corporate finance: applications in valuation and capital structure*. Hoboken, N.J.: John Wiley, 2007, 284 s. ISBN 978-047-0052-648.
- REJNUŠ, Oldřich 2010. *Finanční trhy*. 2., rozš. vyd. Ostrava: Key Publishing, 2010, 659 s. ISBN 978-80-7418-080-4.
- REVENDA, Zbyněk aj., 2008. *Peněžní ekonomie a bankovníctví*. Vyd. 4. Praha: Management Press, 2008, 627 s. ISBN 978-80-7261-132-4.
- RITTER, Jay R., 2003. Differences between European and American IPO Markets. *European Financial Management*. 2003, roč. 9, č. 4, s. 421-434. ISSN 1354-7798. Dostupné z: <http://doi.wiley.com/10.1111/1468-036X.00230>.
- RŮČKOVÁ, Petra. *Finanční analýza: metody, ukazatele, využití v praxi*. 4., aktualiz. vyd. Praha: Grada, 2011, 143 s. ISBN 978-80-247-3916-8.
- STRÝČKOVÁ, Lenka, 2011. The Prospects of Supported Export Financing in the Czech Republic. In *Proceedings of the 10th International Conference Liberec Economic Forum 2011*. 1. vyd. Liberec: Technická univerzita v Liberci, 2011. s. 427 – 438. ISBN 978-80-7372-755-0.

- STRÝČKOVÁ, Lenka, 2012. Corporate Financing by IPOs in the Czech Republic. In *International Conference of Young Scientists 2012 in Jelenia Góra*. 1. vyd. Jelenia Góra: Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu, 2012. s. 83 – 88. ISBN 978-83-62708-73-4.
- STRÝČKOVÁ, Lenka, 2012. Potential of Corporate Financing through Capital Market in the Czech Republic. *ACC Journal*. 1. vyd. Liberec: Technická univerzita v Liberci, 2012, roč. 18, č. 3. s. 181 – 191. ISSN 1803-9782.
- STRÝČKOVÁ, Lenka, 2012. Trendy při volbě zdrojů financování obchodních společností v ČR. In *Sborník příspěvků z mezinárodní vědecké konference Mezinárodní Masarykova konference pro doktorandy a mladé vědecké pracovníky 2012*. 1. vyd. Hradec Králové: MAGNANIMITAS, 2012. s. 1593 – 1603. ISBN 978-80-905243-3-0.
- STRÝČKOVÁ, Lenka, 2013. Analýza faktorů determinujících kapitálovou strukturu podniků v ČR. In *Conference Proceedings of The 13th Conference of Postgraduate Students and Young Scientists in Informatics, Management, Economics and Administration*. 1. vyd. Pardubice: Univerzita Pardubice, 2013. s. 263 – 271. ISBN 978-80-7395-696-7.
- STRÝČKOVÁ, Lenka, 2013. Kapitálová struktura: Výsledek rozhodování podniku? In *Sborník příspěvků Mezinárodní Masarykovy konference pro doktorandy a mladé vědecké pracovníky 2013*. 1. vyd. Hradec Králové: MAGNANIMITAS, 2013. s. 909 – 918. ISBN 978-80-87952-00-9.
- STRÝČKOVÁ, Lenka a Josef HORÁK, 2012. *Potenciál vybraných zdrojů financování podniku*. 1. vyd. Liberec: Technická univerzita v Liberci, 2012. ISBN 978-80-7372-919-6.
- SYNEK, Miloslav a Eva KISLINGEROVÁ, 2010. *Podniková ekonomika*. 5., přeprac. a dopl. vyd. Praha: C.H. Beck, 2010, 445 s. ISBN 978-80-7400-336-3.
- TŮMOVÁ, Kristýna a Arnošt BÖHM, 2010. Pojištění vývozních úvěrů v současné ekonomické situaci. *E+M Ekonomie a Management*. 1. vyd. Liberec: Technická univerzita v Liberci, 2010, roč. 2010, č. 3. S. 72 – 82. ISSN 1212-3609.
- VALOUCH, Petr a Jaroslav SEDLÁČEK, 2007. Empirické ověření platnosti teorie optimální kapitálové struktury firmy v České republice. In: *Sborník příspěvků z mezinárodní vědecké konference Evropské finanční systémy 2007*. 1. vyd. Brno: ESF MU, 2007, s. 419-427. ISBN 978-80-210-4319-0.
- VOCHOZKA, Marek, 2011. *Metody komplexního hodnocení podniku*. 1. vyd. Praha: Grada Publishing, 2011, 246 s. ISBN 978-80-247-3647-1.
- Zákon č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník, ve znění pozdějších předpisů.
- Zákon č. 563/1991 Sb., o účetnictví, ve znění pozdějších předpisů.
- Zákon č. 586/1992 Sb., o daních z příjmů, ve znění pozdějších předpisů.
- Zákon č. 58/1995 Sb., o pojišťování a financování vývozu se státní podporou, ve znění pozdějších předpisů.
- Zákon č. 89/2012 Sb., občanský zákoník, ve znění pozdějších předpisů.
- Zákon č. 90/2012 Sb., o obchodních společnostech a družstvech (zákon o obchodních korporacích), ve znění pozdějších předpisů.

Seznam příloh

- Příloha A Rozvaha v plném rozsahu dle vyhlášky Ministerstva financí č. 410/2009 Sb.
- Příloha B Žebříček společností EVA TOP 100 za rok 2010 zveřejněný Českou
kapitálovou informační agenturou ČEKIA
- Příloha C Klasifikace ekonomických činností CZ-NACE
- Příloha D Dotazník - determinanty kapitálové struktury

PŘÍLOHA A - Rozvaha v plném rozsahu

Rozvaha						
VZOR PRO ROK 2014						
ZÁKLADNÍ						
Název, sídlo, právní forma a předmět činnosti účetní jednotky, IČ sestavená k ... (v Kč, s přesností na dvě desetinná místa) okamžik sestavení:						
Číslo položky	Název položky	Syntetický účet	1	2	3	4
			ÚČETNÍ OBDOBÍ			MINULÉ
			BRUTTO	BÉŽNÉ KOREKCE	NETTO	
AKTIVA CELKEM			součet A. a B.	součet A. a B.	součet A. a B.	součet A. a B.
A.	Stálá aktiva		součet A.I. až A.IV.	součet A.I. až A.IV.	součet A.I. až A.IV.	součet A.I. až A.IV.
I.	Dlouhodobý nehmotný majetek		součet A.I.1. až A.I.10.	součet A.I.1. až A.I.10.	součet A.I.1. až A.I.10.	součet A.I.1. až A.I.10.
1.	Nehmotné výsledky výzkumu a vývoje	012				
2.	Software	013				
3.	Ocenitelná práva	014				
4.	Povolenky na emise a preferenční limity	015				
5.	Drobný dlouhodobý nehmotný majetek	018				
6.	Ostatní dlouhodobý nehmotný majetek	019				
7.	Nedokončený dlouhodobý nehmotný majetek	041				
8.	Uspořádací účet technického zhodnocení dlouhodobého nehmotného majetku	044				
9.	Poskytnuté zálohy na dlouhodobý nehmotný majetek	051				
10.	Dlouhodobý nehmotný majetek určený k prodeji	035				
II.	Dlouhodobý hmotný majetek		součet A.II.1. až A.II.11.	součet A.II.1. až A.II.11.	součet A.II.1. až A.II.11.	součet A.II.1. až A.II.11.
1.	Pozemky	031				
2.	Kulturní předměty	032				
3.	Stavby	021				
4.	Samostatné hmotné movité věci a soubory hmotných movitých věcí	022				
5.	Přístřeškové části trvalých porostů	025				
6.	Drobný dlouhodobý hmotný majetek	028				
7.	Ostatní dlouhodobý hmotný majetek	029				
8.	Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	042				
9.	Uspořádací účet technického zhodnocení dlouhodobého hmotného majetku	045				
10.	Poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek	052				
11.	Dlouhodobý hmotný majetek určený k prodeji	036				
III.	Dlouhodobý finanční majetek		součet A.III.1. až A.III.8.	součet A.III.1. až A.III.8.	součet A.III.1. až A.III.8.	součet A.III.1. až A.III.8.
1.	Majetkové účasti v osobách s rozhodujícím vlivem	061				
2.	Majetkové účasti v osobách s podstatným vlivem	062				
3.	Dílhové cenné papíry držené do splatnosti	063				
4.	Dlouhodobé půjčky	067				
5.	Terminované vklady dlouhodobé	068				
6.	Ostatní dlouhodobý finanční majetek	069				
7.	Požžovaný dlouhodobý finanční majetek	043				
8.	Poskytnuté zálohy na dlouhodobý finanční majetek	053				
IV.	Dlouhodobé pohledávky		součet A.IV.1. až A.IV.7.	součet A.IV.1. až A.IV.7.	součet A.IV.1. až A.IV.7.	součet A.IV.1. až A.IV.7.
1.	Poskytnuté návratné finanční výpomoci dlouhodobé	462				
2.	Dlouhodobé pohledávky z postoupených úvěrů	464				
3.	Dlouhodobé poskytnuté zálohy	465				
4.	Dlouhodobé pohledávky z ručení	466				
5.	Dlouhodobé pohledávky z nástrojů spolufinancovaných ze zahraničí	468				
6.	Ostatní dlouhodobé pohledávky	469				
7.	Dlouhodobé poskytnuté zálohy na transfery	471				
B.	Oběžná aktiva		součet B.I. až B.III.	součet B.I. až B.III.	součet B.I. až B.III.	součet B.I. až B.III.
I.	Zásoby		součet B.I.1. až B.I.10.	součet B.I.1. až B.I.10.	součet B.I.1. až B.I.10.	součet B.I.1. až B.I.10.
1.	Pořizování materiálu	111				
2.	Materiál na skladě	112				
3.	Materiál na cestě	119				
4.	Nedokončená výroba	121				
5.	Polotovary vlastní výroby	122				
6.	Výrobky	123				
7.	Pořizování zboží	131				
8.	Zboží na skladě	132				
9.	Zboží na cestě	138				
10.	Ostatní zásoby	139				
II.	Krátkodobé pohledávky		součet B.II.1. až B.II.32.	součet B.II.1. až B.II.32.	součet B.II.1. až B.II.32.	součet B.II.1. až B.II.32.
1.	Odběratelé	311				
2.	Směnky k inkasu	312				
3.	Pohledávky za eskontované cenné papíry	313				
4.	Krátkodobé poskytnuté zálohy	314				
5.	Jiné pohledávky z hlavní činnosti	315				
6.	Poskytnuté návratné finanční výpomoci krátkodobé	316				
7.	Krátkodobé pohledávky z postoupených úvěrů	317				
8.	Pohledávky z přerozdělování daní	319				
9.	Pohledávky za zaměstnanci	335				
10.	Sociální zabezpečení	336				
11.	Zdravotní pojištění	337				
12.	Důchodové spoření	338				
13.	Daň z příjmů	341				
14.	Jiné přímé daně	342				
15.	Daň z přidané hodnoty	343				
16.	Jiné daně a poplatky	344				
17.	Pohledávky za vybranými úředními vládními institucemi	346				
18.	Pohledávky za vybranými místními vládními institucemi	348				
19.	Pohledávky ze správy daní	352				
20.	Zúčtování z přerozdělování daní	355				
21.	Pohledávky z exekuce a ostatního nakládání s cizím majetkem	356				
22.	Ostatní pohledávky ze správy daní	358				
23.	Krátkodobé pohledávky z ručení	361				
24.	Peněžní termínové operace a opce	363				
25.	Pohledávky z finančního zajištění	365				
26.	Pohledávky z vydaných dluhopisů	367				
27.	Krátkodobé pohledávky z nástrojů spolufinancovaných ze zahraničí	371				
28.	Krátkodobé poskytnuté zálohy na transfery	373				
29.	Náklady příštích období	381				
30.	Příjmy příštích období	385				
31.	Dohadné účty aktivní	388				
32.	Ostatní krátkodobé pohledávky	377				
III.	Krátkodobý finanční majetek		součet B.III.1. až B.III.17.	součet B.III.1. až B.III.17.	součet B.III.1. až B.III.17.	součet B.III.1. až B.III.17.
1.	Majetkové cenné papíry k obchodování	251				
2.	Dílhové cenné papíry k obchodování	253				
3.	Jiné cenné papíry	256				
4.	Terminované vklady krátkodobé	244				
5.	Jiné běžné účty	245				
6.	Účty spravovaných prostředků	247				
7.	Souhrnné účty	248				
8.	Účty pro smlízení daní a pro dělenou správu	249				
9.	Běžný účet	241				
10.	Běžný účet FKSP	243				
11.	Základní běžný účet územních samosprávných celků	231				
12.	Běžné účty fondů územních samosprávných celků	236				
13.	Běžné účty státních fondů	224				
14.	Běžné účty fondů organizačních složek státu	225				
15.	Ceniny	263				
16.	Peníze na cestě	262				
17.	Pokladna	261				

Rozvaha	
VZOR PRO ROK 2014	
ZÁKLADNÍ	
Název, sídlo, právní forma a předmět činnosti účetní jednotky, IČ	
sestavená k ...	
(v Kč, s přesností na dvě desetinná místa)	
okamžik sestavení:	

		1		2	
		ÚČETNÍ OBDOBÍ			
Číslo položky		Syntetický účet		BĚŽNÉ MINULÉ	
PASIVA CELKEM				součet C. a D. součet C. a D.	
C. Vlastní kapitál				součet C.I. až C.IV. součet C.I. až C.IV.	
I. Jméni účetní jednotky a upravující položky				součet C.I.1. až C.I.7. součet C.I.1. až C.I.7.	
1. Jméni účetní jednotky		401			
2. Fond privatizace		402			
3. Transfery na pořízení dlouhodobého majetku		403			
4. Kurzové rozdíly		405			
5. Oceňovací rozdíly při prvotním použití metody		406			
6. Jiné oceňovací rozdíly		407			
7. Opravy minulých období		408			
II. Fondy účetní jednotky				součet C.II.1. až C.II.6. součet C.II.1. až C.II.6.	
1. Fond odměn		411			
2. Fond kulturních a sociálních potřeb		412			
3. Rezervní fond tvořený ze zlepšeného výsledku hospodaření		413			
4. Rezervní fond z ostatních titulů		414			
5. Fond reprodukce majetku, investiční fond		416			
6. Ostatní fondy		419			
III. Výsledek hospodaření				součet C.III.1. až C.III.3. součet C.III.1. až C.III.3.	
1. Výsledek hospodaření běžného účetního období					
2. Výsledek hospodaření ve schvalovacím řízení		431			
3. Výsledek hospodaření předcházejících účetních období		432			
IV. Příjmový a výdajový účet rozpočtového hospodaření				součet C.IV.1. až C.IV.4. součet C.IV.1. až C.IV.4.	
1. Příjmový účet organizačních složek státu		222			
2. Zvláštní výdajový účet		223			
3. Účet hospodaření státního rozpočtu		227			
4. Agregované příjmy a výdaje minulých období		404			
D. Cizí zdroje				součet D.I. až D.III. součet D.I. až D.III.	
I. Rezervy				= D.I.1. = D.I.1.	
1. Rezervy		441			
II. Dlouhodobé závazky				součet D.II.1. až D.II.9. součet D.II.1. až D.II.9.	
1. Dlouhodobé úvěry		451			
2. Přijaté návratné finanční výpomoci dlouhodobé		452			
3. Dlouhodobé závazky z vydaných dluhopisů		453			
4. Dlouhodobé přijaté zálohy		455			
5. Dlouhodobé závazky z ručení		456			
6. Dlouhodobé směnky k úhradě		457			
7. Dlouhodobé závazky z nástrojů spolufinancovaných ze zahraničí		458			
8. Ostatní dlouhodobé závazky		459			
9. Dlouhodobé přijaté zálohy na transfery		472			
III. Krátkodobé závazky				součet D.III.1. až D.III.38. součet D.III.1. až D.III.38.	
1. Krátkodobé úvěry		281			
2. Eskontované krátkodobé dluhopisy (směnky)		282			
3. Krátkodobé závazky z vydaných dluhopisů		283			
4. Jiné krátkodobé půjčky		289			
5. Dodavatelé		321			
6. Směnky k úhradě		322			
7. Krátkodobé přijaté zálohy		324			
8. Závazky z dělené správy		325			
9. Přijaté návratné finanční výpomoci krátkodobé		326			
10. Zaměstnanci		331			
11. Jiné závazky vůči zaměstnancům		333			
12. Sociální zabezpečení		336			
13. Zdravotní pojištění		337			
14. Důchodové spoření		338			
15. Daň z příjmu		341			
16. Jiné přímé daně		342			
17. Daň z přidané hodnoty		343			
18. Jiné daně a poplatky		344			
19. Závazky k osobám mimo vybrané vládní instituce		345			
20. Závazky k vybraným ústředním vládním institucím		347			
21. Závazky k vybraným místním vládním institucím		349			
22. Přijaté zálohy daní		351			
23. Přeplatky na daních		353			
24. Závazky z vratek nepřímých daní		354			
25. Zúčtování z přerozdělování daní		355			
26. Závazky z exekuce a ostatního nakládání s cizím majetkem		357			
27. Ostatní závazky ze správy daní		359			
28. Krátkodobé závazky z ručení		362			
29. Pevné termínové operace a opce		363			
30. Závazky z neukončených finančních operací		364			
31. Závazky z finančního zajištění		366			
32. Závazky z upsaných nesplacených cenných papírů a podílů		368			
33. Krátkodobé závazky z nástrojů spolufinancovaných ze zahraničí		372			
34. Krátkodobé přijaté zálohy na transfery		374			
35. Výdaje příštích období		383			
36. Výnosy příštích období		384			
37. Dohadné účty pasivní		389			
38. Ostatní krátkodobé závazky		378			

PŘÍLOHA B - Žebříček 100 nejúspěšnějších firem podle ukazatel EVA za rok 2010

Pořadí	Název společnosti	EVA (tis. Kč)	Δ EVA (v tis. Kč)	Relativní EVA (v %)	Rentabilita investovaného kapitálu (v %)
1.	Telefonica Czech Republic, a.s.	6 973 585	-1 477 097	7,49	13,74
2.	T-Mobile Czech Republic a.s.	6 839 653	-318 961	26,53	32,77
3.	Dalkia Česká republika, a.s.	3 627 014	2 313 505	24,51	33,64
4.	Continental HT Tyres, s.r.o.	3 566 566	1 239 844	96,92	106,85
5.	ŠKODA AUTO a.s.	3 379 618	6 296 893	3,85	10,54
6.	Continental výroba pneumatik, s.r.o.	1 928 959	1 260 709	84,61	94,52
7.	Philip Morris ČR a.s.	1 914 862	100 846	20,44	25,90
8.	OKD, a.s. % 16,87%	1 488 778	4 928 268	3,70	16,87
9.	Continental Automotive Systems Czech Republic s.r.o.	1 371 857	402 673	55,19	61,85
10.	ŠKODA POWER s.r.o.	1 363 510	627 169	23,21	31,65
11.	Severomoravská plynárenská, a.s.	1 299 822	159 014	21,88	28,21
12.	Siemens, s.r.o.	1 020 132	819 241	47,02	56,43
13.	ČEZ Prodej, s.r.o.	1 000 856	2 335 468	14,13	21,20
14.	Zentiva, k.s.	982 793	369 605	24,65	33,03
15.	SYNTHOS Kralupy a.s.	834 317	1 426 639	10,04	20,09
16.	Energotrans, a.s.	829 495	-292 141	15,27	22,33
17.	Východočeská plynárenská, a.s.	793 644	179 280	21,71	28,03
18.	SANDVIK CHOMUTOV PRECISION TUBES spol. s r.o.	765 904	348 827	29,47	39,17
19.	Slovenské elektrárne, a.s. - organizační složka	718 540	182 641	137,57	144,62
20.	Toyota Peugeot Citroen Automobile Czech, s.r.o.	695 243	248 387	6,99	13,82
21.	HEWLETT-PACKARD s.r.o.	651 490	-132 341	44,03	53,76
22.	Linde Gas a.s.	600 364	170 672	12,55	21,18
23.	ABB s.r.o.	596 893	38 876	36,06	45,65
24.	LEMIGAS s.r.o.	596 084	x	-121,95	128,89
25.	United Energy, a.s.	594 772	-52 326	27,11	36,53
26.	DEZA, a.s.	568 640	974 164	15,19	23,94
27.	VALEO AUTOKLIMATIZACE k.s.	566 715	501 614	32,42	40,27
28.	MORAVIA STEEL a.s.	564 037	-15 294	5,98	11,60
29.	Opavia - LU, s.r.o.	556 455	20 937	47,52	54,48
30.	Českomoravský cement, a.s.	540 596	-108 370	10,21	17,21
31.	BONATRANS GROUP a.s.	506 889	-452 325	13,92	20,76
32.	AVAST Software a.s.	490 771	223 131	106,25	115,97
33.	Mondi Štětí a.s.	459 608	695 436	7,91	14,08
34.	JOHNSON CONTROLS AUTOMOBILOVÉ SOUČÁSTKY, k.s.	442 389	-8 016	68,22	77,62
35.	SCHOTT Solar CR, s.r.o.	441 093	556 294	29,83	39,42
36.	ČEZ Logistika, s.r.o.	439 614	-5 806	61,73	67,37
37.	VALEO VÝMĚNÍKY TEPLA k.s.	400 390	138 257	61,66	70,04
38.	Carrier Refrigeration Operation Czech Republic s.r.o.	363 638	44 006	7,83	16,22
39.	OBI Česká republika s.r.o.	363 483	42 835	23,32	32,75

Pořadí	Název společnosti	EVA (tis. Kč)	Δ EVA (v tis. Kč)	Relativní EVA (v %)	Rentabilita investovaného kapitálu (v %)
41.	Barum Continental spol. s r.o.	350 233	-175 992	2,75	12,62
42.	Ringier Axel Springer CZ a.s.	340 803	87 984	27,74	34,08
43.	Cement Hranice, akciová společnost	338 418	-117 398	20,77	27,77
44.	EUROVIA CS, a.s.	329 349	1 841	9,14	16,09
45.	Devro s.r.o.	327 258	88 813	13,03	22,99
46.	RWE GasNet, s.r.o.	326 664	-798 723	1,85	8,18
47.	ŽDB GROUP a.s.	318 571	455 560	11,29	21,95
48.	Lumius, spol. s r.o.	313 946	325 009	105,74	112,79
49.	Daikin Industries Czech Republic s.r.o.	305 608	237 280	6,40	14,79
50.	Pražské vodovody a kanalizace, a.s.	300 523	8 145	18,31	23,74
51.	Teva Czech Industries s.r.o.	284 617	35 498	3,25	11,62
52.	British American Tobacco (Czech Republic), s.r.o.	283 800	30 867	74,42	81,37
53.	Biocel Paskov a.s.	270 344	477 419	8,40	14,43
54.	BILLA, spol. s r.o.	269 895	68 466	9,17	14,81
55.	Tereos TTD, a.s.	269 382	263 399	6,77	13,87
56.	Severočeské vodovody a kanalizace, a.s.	267 127	31 563	13,20	18,63
57.	Behr Czech s.r.o.	259 623	391 508	21,79	28,45
58.	ENDL + K a.s.	257 831	182 032	39,03	46,90
59.	SAS Autosystemtechnik s.r.o.	257 095	33 372	101,54	108,20
60.	Tipsport.net a.s.	255 610	71 815	62,58	70,45
61.	SUNGWOO HITECH s.r.o.	247 577	367 232	5,74	14,04
62.	OP papírna, s.r.o.	247 355	-64 165	15,21	21,24
63.	VISCOFAN CZ s.r.o.	247 144	200 024	18,96	29,34
64.	Xella CZ, s.r.o.	246 701	-239 736	44,34	51,34
65.	L I N E T spol. s r.o.	238 603	1 387	17,19	22,92
66.	MND a.s.	235 360	x	5,45	18,20
67.	IMOS Brno, a.s.	234 072	-183 568	19,87	27,15
68.	HORNBACH BAUMARKT CS spol. s r.o.	229 707	-13 380	11,72	21,67
69.	Fehrer Bohemia s.r.o.	229 453	184 178	28,77	38,40
70.	ČEPS, a.s.	228 837	1 026 174	1,15	8,28
71.	RWE Distribuční služby, s.r.o.	212 157	119 296	92,13	97,08
72.	ESAB VAMBERK, s.r.o.	210 746	63 453	46,42	58,76
73.	Nestlé Česko s.r.o.	208 083	-178 295	8,09	15,42
74.	Skanska a.s.	207 533	-850 074	2,04	8,98
75.	KRONOSPAN OSB, spol. s r.o.	205 165	51 333	6,68	12,72
76.	ČEPRO, a.s.	200 565	132 968	2,31	9,62
77.	Saint-Gobain Construction Products CZ a.s.	194 313	-3 350	29,72	36,72
78.	CS CABOT, spol. s r.o.	188 743	42 973	20,50	29,16
79.	Saint-Gobain Sekurit .R spol. s r.o.	182 747	64 354	21,09	28,09
80.	AIR PRODUCTS spol. s r.o.	181 410	37 257	11,05	16,69
81.	GECO, a.s.	179 160	-11 393	24,10	31,40
82.	JMP Net, s.r.o.	177 827	21 214	1,49	7,82
83.	IBM Global Services Delivery Center Czech Republic,	177 479	6 091	106,04	115,77
84.	VERTEX FABRICS, s.r.o.	177 235	113 594	22,43	27,81

Pořadí	Název společnosti	EVA (tis. Kč)	Δ EVA (v tis. Kč)	Relativní EVA (v %)	Rentabilita investovaného kapitálu (v %)
85.	Dalkia Commodities CZ, s.r.o.	175 221	92 897	39,07	46,12
86.	Monroe Czechia s.r.o.	175 103	77 885	12,06	18,75
87.	Schneider Electric CZ, s.r.o.	174 702	143 328	141,40	147,04
88.	Hexpol Compounding s.r.o.	174 366	109 870	27,93	37,79
89.	KIEKERT-CS, s.r.o.	173 099	198 111	19,36	28,49
90.	TNT Express Worldwide, spol. s r.o.	173 071	5 319	86,26	95,18
91.	JYSK s.r.o.	171 594	29 131	60,64	72,87
92.	Bombardier Transportation Czech Republic a.s.	170 588	303 733	30,13	36,79
93.	ANBREMETALL a.s.	170 356	115 341	36,95	49,58
94.	EUREST, spol. s r.o.	169 554	23 817	41,16	47,07
95.	Metrostav a.s.	168 412	-104 348	2,44	9,45
96.	OSRAM Česká republika s.r.o.	168 025	334 204	74,18	83,68
97.	Danone a.s.	161 787	42 009	34,18	41,14
98.	DEICHMANN-OBUV s.r.o.	161 692	121 919	32,53	44,77
99.	Jihomoravská plynárenská, a.s.	161 018	-503 079	2,00	8,32
100.	SOR Libchavy spol. s r.o.	160 389	-23 651	12,73	20,40

PŘÍLOHA C - Klasifikace ekonomických činností (CZ-NACE)

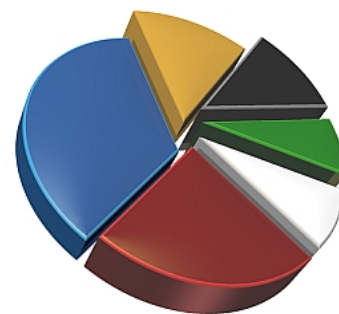
- SEKCE A - ZEMĚDĚLSTVÍ, LESNICTVÍ A RYBÁŘSTVÍ
- 01 Rostlinná a živočišná výroba, myslivost a související činnosti
- 02 Lesnictví a těžba dřeva
- 03 Rybolov a akvakultura
- SEKCE B - TĚŽBA A DOBÝVÁNÍ
- 05 Těžba a úprava černého a hnědého uhlí
- 06 Těžba ropy a zemního plynu
- 07 Těžba a úprava rud
- 08 Ostatní těžba a dobývání
- 09 Podpůrné činnosti při těžbě
- SEKCE C - ZPRACOVATELSKÝ PRŮMYSL
- 10 Výroba potravinářských výrobků
- 11 Výroba nápojů
- 12 Výroba tabákových výrobků
- 13 Výroba textilií
- 14 Výroba oděvů
- 15 Výroba usní a souvisejících výrobků
- 16 Zpracování dřeva, výroba dřevěných, korkových, proutěných a slaměných výrobků, kromě nábytku
- 17 Výroba papíru a výrobků z papíru
- 18 Tisk a rozmnožování nahraných nosičů
- 19 Výroba koksu a rafinovaných ropných produktů
- 20 Výroba chemických látek a chemických přípravků
- 21 Výroba základních farmaceutických výrobků a farmaceutických přípravků
- 22 Výroba pryžových a plastových výrobků
- 23 Výroba ostatních nekovových minerálních výrobků
- 24 Výroba základních kovů, hutní zpracování kovů; slévárenství
- 25 Výroba kovových konstrukcí a kovodělných výrobků, kromě strojů a zařízení
- 26 Výroba počítačů, elektronických a optických přístrojů a zařízení
- 27 Výroba elektrických zařízení
- 28 Výroba strojů a zařízení j. n.
- 29 Výroba motorových vozidel (kromě motocyklů), přívěsů a návěsů
- 30 Výroba ostatních dopravních prostředků a zařízení
- 31 Výroba nábytku
- 32 Ostatní zpracovatelský průmysl
- 33 Opravy a instalace strojů a zařízení
- SEKCE D – VÝROBA A ROZVOD ELEKTŘINY, PLYNU, TEPLA A KLIMATIZOVANÉHO VZDUCHU
- 35 Výroba a rozvod elektřiny, plynu, tepla a klimatizovaného vzduchu
- SEKCE E – ZÁSOBOVÁNÍ VODOU; ČINNOSTI SOUVISEJÍCÍ S ODPADNÍMI VODAMI, ODPADY A SANACEMI
- 36 Shromažďování, úprava a rozvod vody
- 37 Činnosti související s odpadními vodami
- 38 Shromažďování, sběr a odstraňování odpadů, úprava odpadů k dalšímu využití
- 39 Sanace a jiné činnosti související s odpady
- SEKCE F - STAVEBNICTVÍ
- 41 Výstavba budov
- 42 Inženýrské stavitelství
- 43 Specializované stavební činnosti
- SEKCE G - VELKOOBCHOD A MALOOBCHOD; OPRAVY A ÚDRŽBA MOTOROVÝCH VOZIDEL
- 45 Velkoobchod, maloobchod a opravy motorových vozidel
- 46 Velkoobchod, kromě motorových vozidel
- 47 Maloobchod, kromě motorových vozidel
- SEKCE H - DOPRAVA A SKLADOVÁNÍ
- 49 Pozemní a potrubní doprava
- 50 Vodní doprava
- 51 Letecká doprava

52	Skladování a vedlejší činnosti v dopravě
53	Poštovní a kurýrní činnosti
	SEKCE I - UBYTOVÁNÍ, STRAVOVÁNÍ A POHOSTINSTVÍ
55	Ubytování
56	Stravování a pohostinství
	SEKCE J - INFORMAČNÍ A KOMUNIKAČNÍ ČINNOSTI
58	Vydavatelské činnosti
59	Činnosti v oblasti filmů, videozáznamů a televizních programů, pořizování zvukových nahrávek a hudební vydavatelské činnosti
60	Tvorba programů a vysílání
61	Telekomunikační činnosti
62	Činnosti v oblasti informačních technologií
63	Informační činnosti
	SEKCE K - PENĚŽNICTVÍ A POJIŠŤOVNICTVÍ
64	Finanční zprostředkování, kromě pojišťovnictví a penzijního financování
65	Pojištění, zajištění a penzijní financování, kromě povinného sociálního zabezpečení
66	Ostatní finanční činnosti
	SEKCE L - ČINNOSTI V OBLASTI NEMOVITOSTÍ
68	Činnosti v oblasti nemovitostí
	SEKCE M - PROFESNÍ, VĚDECKÉ A TECHNICKÉ ČINNOSTI
69	Právní a účetnické činnosti
70	Činnosti vedení podniků; poradenství v oblasti řízení
71	Architektonické a inženýrské činnosti; technické zkoušky a analýzy
72	Výzkum a vývoj
73	Reklama a průzkum trhu
74	Ostatní profesní, vědecké a technické činnosti
75	Veterinární činnosti
	SEKCE N - ADMINISTRATIVNÍ A PODPŮRNÉ ČINNOSTI
77	Činnosti v oblasti pronájmu a operativního leasingu
78	Činnosti související se zaměstnáním
79	Činnosti cestovních agentur, kanceláří a jiné rezervační a související činnosti
80	Bezpečnostní a pátrací činnosti
81	Činnosti související se stavbami a úpravou krajiny
82	Administrativní, kancelářské a jiné podpůrné činnosti pro podnikání po telefonu
	SEKCE O - VEŘEJNÁ SPRÁVA A OBRANA; POVINNÉ SOCIÁLNÍ ZABEZPEČENÍ
84	Veřejná správa a obrana; povinné sociální zabezpečení
	SEKCE P – VZDĚLÁVÁNÍ
85	Vzdělávání
	SEKCE Q - ZDRAVOTNÍ A SOCIÁLNÍ PÉČE
86	Zdravotní péče
87	Pobytové služby sociální péče
88	Ambulantní nebo terénní sociální služby
	SEKCE R - KULTURNÍ, ZÁBAVNÍ A REKREAČNÍ ČINNOSTI
90	Tvůrčí, umělecké a zábavní činnosti
91	Činnosti knihoven, archivů, muzeí a jiných kulturních zařízení
92	Činnosti heren, kasin a sázkových kanceláří
93	Sportovní, zábavní a rekreační činnosti
	SEKCE S - OSTATNÍ ČINNOSTI
94	Činnosti organizací sdružujících osoby za účelem prosazování společných zájmů
95	Opravy počítačů a výrobků pro osobní potřebu a převážně pro domácnost
96	Poskytování ostatních osobních služeb
	SEKCE T - ČINNOSTI DOMÁCNOSTÍ JAKO ZAMĚSTNAVATELŮ; ČINNOSTI DOMÁCNOSTÍ PRODUKUJÍCÍCH BLÍŽE NEURČENÉ VÝROBKY A SLUŽBY PRO VLASTNÍ POTŘEBU
97	Činnosti domácností jako zaměstnavatelů domácího personálu
98	Činnosti domácností produkujících blíže neurčené výrobky a služby pro vlastní potřebu
	SEKCE U - ČINNOSTI EXTERITORIÁLNÍCH ORGANIZACÍ A ORGÁNŮ
99	Činnosti exteritoriálních organizací a orgánů

Dotazník - determinanty kapitálové struktury

Výzkum SGS 2013 - projekt č. 38002

Technická univerzita v Liberci, Ekonomická fakulta

**Pokyny pro vyplnění:**

Pro každou otázku prosím zvolte tu variantu, která nejlépe vystihuje daný stav ve Vašem podniku. Vaše odpovědi budou anonymně zahrnuty do celkového vyhodnocení empirického šetření, které má přispět k identifikaci vnějších a vnitřních faktorů determinujících kapitálovou strukturu podniku. Vyplněný dotazník prosím zašlete emailem zpět na adresu uvedenou v průvodním mailu.

Sleduje Vaše společnost poměr vlastních a cizích zdrojů kapitálu?

☐ ANO, přesný poměr

☐ ANO, ale pouze přibližně

☐ NE

**Pokud ANO (a ANO přibližně),
odhadněte prosím podíl VLASTNÍCH
zdrojů (v %):**

**Pokud ANO (a ANO přibližně),
odhadněte prosím podíl CIZÍCH zdrojů (v
%):**

Ohodnoťte prosím důležitost všech vyjmenovaných VNĚJŠÍCH faktorů při volbě zdrojů financování běžných i mimořádných investic ve Vašem podniku. ŠKÁLA: 1 - NEJDŮLEŽITĚJŠÍ FAKTOR, 5 - FAKTOR NEMÁ VLIV.

	1	2	3	4	5
celkový hospodářský vývoj země	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
úroveň úrokových sazeb v ČR	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
úroveň daňových sazeb v ČR	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
situace na kapitálovém trhu v ČR	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
vliv konkurenčních podniků	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
vládní zásahy či podpora podnikání	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
politický systém země	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
odvětví podnikatelské činnosti	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
legislativa a její vymahatelnost v praxi	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>

Ohodnoťte prosím významnost všech uvedených VNITŘNÍCH faktorů při rozhodování o výši CIZÍCH zdrojů financování.

	1	2	3	4	5
náklady cizího kapitálu	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
daňový štít	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
finanční volnost	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
nedostatek vlastních zdrojů	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
strategie firmy	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
míra rizika	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
náklady finanční tísně	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
stávající zadluženost podniku	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
vliv konkurence	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
rozhodnutí mateřské společnosti	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
využití cizích zdrojů je náhodné, dle aktuálních potřeb firmy	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>

Jaký předpokládáte vývoj ve složení kapitálové struktury Vašeho podniku:

- ☐ podíl cizího kapitálu ve firmě se bude snižovat
- ☐ podíl cizího kapitálu ve firmě se bude zvyšovat
- ☐ poměr cizího a vlastního kapitálu zůstane konstantní

Jaké metody vyhodnocování investičních projektů Vaše firma využívá - zvolte frekvenci z nabízené škály: 1 - POUŽÍVÁME PRAVIDELNĚ, 5 - NEPOUŽÍVÁME.

	1	2	3	4	5
vnitřní výnosové procento (IRR)	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
čistá současná hodnota	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
index ziskovosti (rentability)	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
doba návratnosti	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
ekonomická přidaná hodnota (EVA)	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
návratnost investice	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>

Používáme jiné metody (uved'te prosím jaké a jak často pomocí výše uvedené škály):

Využívá Vaše společnost k získání kapitálu nástroje kapitálového trhu (emise akcií, obligací, apod.)?

☐ ANO

☐ NE

Pokud ANO, vyberte které:

☐ emise akcií

☐ emise obligací

☐ jiné, uveďte:

Pokud NE, vyberte hlavní důvod:

☐ vysoké náklady spojené s emisí

☐ nízká likvidita českého kapitálového trhu

☐ jiný, uveďte:

Uveďte prosím právní formu Vašeho podniku.

☐ akciová společnost

☐ společnost s ručením omezeným

☐ jiná, uveďte:

Převažujícím předmětem činnosti společnosti dle klasifikace CZ-NACE je (zvolte z nabízených možností). Pro zobrazení možností klikněte na šipku ve tvaru trojúhelníku.

Uveďte prosím velikost podniku podle počtu zaměstnanců.

☐ 0 až 9 pracovníků (mikropodnik)

☐ 10 až 49 pracovníků (malý podnik)

☐ 50 až 249 pracovníků (střední podnik)

☐ 250 a více pracovníků (velký podnik)

☐ Choice 1

Děkujeme za vyplnění dotazníku.

Místo pro Vaše případné připomínky a podněty:



TECHNICKÁ UNIVERZITA V LIBERCI
Ekonomická fakulta

